

ا امعة الإسلامية - غزة
عمادة الدراسات العليا
كلية التجارة
قسم ا اسبة والتمويل

آليات تنشيط سوق فلسطين للأوراق المالية في ضوء منتجات الهندسة المالية

(دراسة تطبيقية على المستثمرين في قطاع غزة)

إعداد الطالب:
خالد مد نصار

أشراف:
الأستاذ الدكتور يوسف حسن عاشور
الدكتور دي شحدة زعرب

قدمت هذه الرسالة استكمالاً تطلبات ا صول على درجة ا اجستير ا اسبة والتمويل

1427هـ - 2006م

بسم الله الرحمن الرحيم

﴿وفوق كل ذي علمٍ عليم﴾

﴿وقل ربِ زدني علما﴾

صدق الله العظيم

الملخص

تطرقت هذه الرسالة إلى محاولة الإجابة على السؤال: ما الآثار المترتبة على اقتصار التعامل في سوق فلسطين للأوراق المالية على الأسهم العادية، وغياب منتجات الهندسة المالية؟. ولتحقيق ذلك اعتمدت الدراسة بشكل أساسي على الدراسة الميدانية حيث تم توزيع استبانة على عينة من المستثمرين المتعاملين مع شركات الوساطة المالية في قطاع غزة خلال الفترة الزمنية الممتدة من (2006/6/29-2006/6/11)، لغرض التعرف على تقييمهم لواقع اقتصار التعامل في سوق فلسطين للأوراق المالية على الأسهم العادية، واستطلاع أرائهم حول إدراج بعض منتجات الهندسة المالية مستقبلاً، وقد بلغت نسبة المردود من الاستبانات ما نسبته 94.5%. وتم تدعيم نتائج الاستبانة بإجراء تحليل كمي مقارن بين سوق فلسطين للأوراق المالية وبعض البورصات الناشئة بالارتكاز على بعض مؤشرات الأسواق المالية. وتوصلت الدارسة إلى مجموعة من النتائج أهمها ما يأتي:

1. هناك انخفاض في حجم الأموال الموجهة للاستثمار في سوق فلسطين للأوراق المالية.
2. المستثمرين يرغبون في إدراج منتجات الهندسة المالية، بخلاف الأسهم العادية.

وبناءً على نتائج الدراسة تم اقتراح مجموعة من التوصيات أهمها ما يأتي:

1. ضرورة مواكبة سوق فلسطين للأوراق المالية للتطورات الحاصلة في البورصات.
2. حث مجالس إدارة الشركات المساهمة العامة على تفعيل الاهتمام بإستراتيجية التنويع في هيكل رأس المال، من خلال تطبيق آليات تمويل مستحدثة، وعدم التركيز على الأسهم العادية فقط.

Abstract

This study is concerned with the question: what are the effects of dealing in one financial products (common stocks) and the absence of financial Engineering products in the Palestine Securities Exchange?.

And to achieve this study, the questionnaires were distributed to a sample of investors who deals with financial brokerage firms in Gaza Strip in the period of 11/6/2006 till 29/6/2006, to know their evaluation of dealing in common stocks in the Palestine Securities Exchange and to make a survey about including some of the financial engineering products in the future. A positive replies from the retrieved questionare were about 94.5% and these results which are supporated by making a comparative quantitative analysis between Palestine Securities Exchange and some Emerging Securities Exchanges focusing on some financial market index.

The study finds a group of important conclusions which is:

1. There is a decrease in the money which directed to invest in the of Palestine Securities Exchange.
2. Investors desire in listing financial engineering products in addition to the common stocks, which already exists.

Regarding above conclusions, a group of recommendations, were suggested by the researcher which are:

1. Palestine Securities Exchange should join with any development in securities exchange.
2. Board of directors of Public Contribution Companies should care about strategic diversification in capital structure through applying new finance techniques and not concentrating only on common stocks.

الإهداء

أهدي ثمرة جهدي المتواصل خلال سنة ونصف إلى والدي ووالدتي

اعترافاً بفضلهما وتقديراً لما أسبغاه علي من محبة وإيثار.

إلى روح سيد الشهداء وقائد الأمة الرمز ياسر عرفات.

إلى روح جميع شهداء فلسطين الأبرار.

إلى أخوتي الأحباء الأعزاء.

إلى الأصدقاء والزملاء الأوفياء.

أهدي هذه الرسالة.

الشكر والتقدير

أشكر الله عز وجل العلي القدير الذي يسر لي إنجاز هذه الرسالة في موعدها المقرر، وأشكر المشرفين الأستاذ الدكتور/ يوسف عاشور والدكتور/ حمدي زعرب، وأشكر المناقش الخارجي الدكتور/ شريف أبو كرش والمناقش الداخلي الدكتور/ علي شاهين، وأشكر الدكتور/ حسن ياسين مدير عام سوق فلسطين للأوراق المالية السابق، وأشكر القائمين بأعمال شركات الوساطة المالية في قطاع غزة، وأشكر السادة المحكمين وأخص منهم الدكتور/ عفيف حمد والأستاذ/ نائل موسى والأستاذ/ أحمد العصا، وأشكر أخواي زين الدين و حسام الدين اللذان بذلا قصارى جهدهما في سبيل توزيع الاستبانة خلال الفترة الزمنية المحددة، وأشكر أخي الثالث وصديقي الغالي مدحت وادي (أبو سامر).

فهرس المحتويات

فهرس الجداول

فهرس الأشكال

الفصل الأول

معلومات عامة عن الدراسة

المبحث الأول

خطة الدراسة

خطة الدراسة

1-1 مقدمة الدراسة:

الحمد   المتصف بصفات الكمال، المنعوت بنعوت الجلال والجمال، رب العالمين والصلاة والسلام على أشرف المرسلين نبينا ورسولنا الحبيب المصطفى محمد صلى ا   عليه وسلم وعلى آله وصحبه أجمعين ومن اهتدى بهديه إلى يوم الدين ... وبعد:

إن زيادة حجم ونشاط وكفاءة أي بورصة للأوراق المالية يتطلب ضخ المزيد من الأوراق المالية (المنتجات المالية) والمعلومات ودخول عدد كبير من المتعاملين. فأداء البورصة للوظائف المناطة بها والمتمثلة في تجميع المدخرات وتوجيهها للاستثمار يعتمد على مدى تقدم الاقتصاد القومي ومدى تطور بورصة الأوراق المالية نفسها، حيث يتم تطوير البورصة من جانبين هما كالتالي (قرياقص، 1999، ص9-10):

1. **جانب العرض:** من خلال إفساح المجال أمام إنشاء الشركات المساهمة العامة، واستحداث آليات وأنظمة جديدة تضمن الاستخدام الكفء للموارد المالية، وابتكار وإدراج أدوات مالية جديدة.
2. **جانب الطلب:** من خلال توفير المناخ الملائم اقتصادياً وسياسياً، ونشر الوعي الاستثماري لدى الأفراد، وتوفير المعلومات الكافية عن أداء القطاعات الاقتصادية المختلفة.

فالبورصة تلعب دوراً هاماً ومركزياً في كل الدول وبالذات الدول النامية، حيث تمثل المدخرات في الدول النامية المورد الرئيسي للأموال اللازمة لأغراض التنمية، ومن هنا يظهر دور

المؤسسات المالية التي يتكامل نشاطها مع نشاط البورصة والتي يجب أن تقوم بدور فعال في تجميع المزيد من المدخرات، حيث يتبع ذلك تنشيط سوق رأس المال بصفة عامة والبورصة بصفة خاصة (قرياقص، 1999، ص10).

سوق فلسطين للأوراق المالية قد وفر للشركات المساهمة العامة فرصاً جديدة للتمويل لاسيما أن التمويل المصرفي الممنوح للقطاع الخاص في فلسطين لا يزال منخفضاً بسبب السياسات الائتمانية المتحفظة، فهذا السوق أعطى الشركات المساهمة العامة الحرية والسهولة في اختيار مصدر التمويل المناسب لها، وبالرغم من أن التداول حالياً في السوق يقتصر على الأسهم العادية فقط إلا أن أنظمة السوق جاهزة لتداول أوراق مالية أخرى في حال إصدارها من قبل الشركات المساهمة العامة، وهذا من شأنه أن يوفر بدائل تمويل مختلفة لدى الشركات المساهمة العامة من خلال جذب نوعية جديدة من المستثمرين، فإصدار وإدراج أوراق مالية جديدة سيحقق العديد من السمات الإيجابية لكافة أطراف التعامل (زعيتر والجيعان، 2005، ص2).

في ظل توافر شروط ضابطة معينة فإن سوق فلسطين للأوراق المالية قد يسمح بإدراج أوراق مالية بخلاف الأسهم العادية وهي كالتالي (سوق فلسطين للأوراق المالية، 2005-أ، ص4):

1. أسهم الشركات المساهمة العامة الفلسطينية وغير الفلسطينية.
2. أسهم زيادة رأس مال الشركة.
3. أسناد القرض الصادرة من الشركات المساهمة العامة الفلسطينية وغير الفلسطينية.
4. السندات طويلة الأجل والسندات قصيرة الأجل الصادرة من حكومة فلسطين أو من حكومة أجنبية أو من إحدى مؤسساتها العامة.

5. الأوراق المالية والوحدات الاستثمارية الموجودة في محافظ شركات الاستثمار في الأوراق المالية وصناديق الاستثمار.
6. إيصالات إيداع الأوراق المالية الصادرة عن شركات الاستثمار في الأوراق المالية.
7. وثائق خيار المساهمة.
8. العقود آنية التسوية والعقود آجلة التسوية، وكذلك عقود خيار الشراء وعقود خيار البيع المتعلقة بأوراق مالية مدرجة لدى السوق أو مؤشرات أسعار أسواق الأوراق المالية المعتمدة في السوق.
9. المشتقات المالية ومنها الأسهم والسندات القابلة للتحويل.

لذلك من الضروري البحث في واقع التعامل بسوق فلسطين للأوراق المالية، للتعرف على إشكاليات الوضع الراهن، لكونها الأساس الذي سيرشدنا في اقتراح الآليات والأساليب التي يمكن الاعتماد عليها في تنشيط أداء سوق فلسطين للأوراق المالية، ونظراً لاتساع مجالات الدراسة فقد تم التركيز على أحد الزوايا الهامة المتعلقة بجانب العرض: وهي اقتصار التعامل في سوق فلسطين للأوراق المالية على الأسهم العادية وغياب بعض منتجات الهندسة المالية وتشمل (الأساليب المستحدثة في تسوية الصفقات، والأوراق المالية المستحدثة)، فالمعروف أن توجهات وميول ورغبات المستثمرين في البورصة متباينة فمنهم من يحرص على تخفيض المخاطرة إلى أدنى درجة ممكنة حتى لو انخفض معدل العائد على الاستثمار، ومنهم الهادف إلى تحقيق الموازنة بين العائد والمخاطرة، ومنهم الذي يمتلك رغبة جامحة في تحقيق معدل عائد مرتفع على الاستثمار بغض النظر عن حجم المخاطرة، ولكن لكي تتحقق طموحات كل فئة لابد من توافر منتجات مالية مختلفة وأيضاً أساليب جديدة تؤدى إلى تخفيض تكاليف المعاملات وتساهم في الاستخدام الأمثل للموارد

المالية المتاحة للاستثمار. وعلى ضوء ما سبق هدفت الدراسة الحالية إلى التعرف على الآثار المترتبة عن اقتصار التعامل في سوق فلسطين للأوراق المالية على الأسهم العادية وغياب بعض منتجات الهندسة المالية، في سبيل وضع الآليات والتصورات التي نستطيع من خلالها تنشيط سوق فلسطين للأوراق المالية بالاعتماد على صناعة الهندسة المالية. ولتحقيق ذلك تم استقصاء أراء المستثمرين المتعاملين مع شركات الوساطة المالية في قطاع غزة حول الآثار الناجمة عن اقتصار التعامل في سوق فلسطين للأوراق المالية على الأسهم العادية، والتعرف على مدى تقبلهم لفكرة إدراج بعض منتجات الهندسة المالية في سوق فلسطين للأوراق المالية. وقد دعمت نتائج الدراسة الميدانية بنتائج التحليل الكمي المقارن لبعض مؤشرات الأسواق المالية في سوق فلسطين للأوراق المالية وعينة من البورصات الناشئة.

2-1 مشكلة الدراسة:

التنويع الاستثماري أحد أهم مفاهيم واستراتيجيات نجاح أي عملية استثمارية في البورصة، حيث أنه يوفر للمستثمر إمكانية توظيف أمواله في أوراق مالية ذات سمات متباينة، مما يؤدي إلى تخفيض المخاطرة عند مستوى معين من العائد، ونظراً لكون سوق فلسطين للأوراق المالية لا يتداول فيه سوى الأسهم العادية فقط، فهو لا يوفر للمستثمر إمكانية توظيف أمواله في أوراق مالية متنوعة. **لذا تتمحور مشكلة الدراسة في السؤال الرئيسي التالي:**

ما الآثار المترتبة على اقتصار التعامل في سوق فلسطين للأوراق المالية على الأسهم العادية، وغياب منتجات الهندسة المالية؟

وحدد الباحث مجموعة من الأسئلة الفرعية التي تهدف الدراسة إلى الإجابة عليها، وهي كالتالي:

1. ما مستوى توجهات المستثمرين في الماضي والحاضر نحو توظيف أموالهم في الأوراق المالية المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية؟

2. ما مستوى توجهات المستثمرين المستقبلية نحو توظيف أموالهم في سوق فلسطين للأوراق المالية، في ضوء إدراج جديد لبعض منتجات الهندسة المالية، وهي كالتالي:

أ- أسلوب التمويل بالهامش.

ب- أسلوب البيع على المكشوف.

ج- الأوراق المالية المستحدثة (الأسهم الممتازة، والسندات الحكومية المحلية والأجنبية، وسندات الشركات المحلية والأجنبية).

د- عقود المستقبليات المالية.

و- عقود الخيارات المالية.

ي- صناديق الاستثمار المغلقة والمفتوحة.

3-1 أهداف الدراسة:

تهدف الدراسة للتعرف على النواحي التالية:

1. الوقوف على الآثار المترتبة عن اقتصار التعامل في سوق فلسطين للأوراق المالية على الأسهم العادية وغياب منتجات الهندسة المالية.

2. إجراء مقارنة بين أداء سوق فلسطين للأوراق المالية وأداء بعض البورصـات الناشـئة خـلال الفترة الممتدة من (1997-2000) والفترة الممتدة مـن (2000-2005)، بالاعتمـاد علـى بعـض مؤشرات الأسواق المالية.

3. التعرف على الأساليب المتبعة في تسوية الصفقات.

4. التعرف على أهم الأوراق المالية المدرجة في البورصات العربية والقارية والعالمية.

5. التعرف على توجهات المستثمرين المستقبلية نحو توظيف أموالهم في سوق فلسطين للأوراق المالية، في ضوء إدراج بعض منتجات الهندسة المالية.

6. وضع تصور مقترح لتنشيط سوق فلسطين للأوراق المالية في ضـوء إدراج بعـض منتجـات الهندسة المالية.

1-4 فرضيات الدراسة:

بناءً على مشكلة الدراسة وأهدافها تم صياغة الفرضيات التالية:

1. إن الآثار الناجمة عن اقتصار التعامل في سوق فلسطين للأوراق المالية على الأسهم العادية، أدى إلى انخفاض إقبال المستثمرين على توظيف أموالهم في سوق فلسطين للأوراق المالية.

2. في حالة السماح بإتباع أسلوب التمويل بالهامش في سوق فلسطين للأوراق الماليـة، فـإن ذلـك سيؤدي إلى زيادة إقبال المستثمرين على توظيف أموالهم في سوق فلسطين للأوراق المالية.

3. في حالة السماح بإتباع أسلوب البيع على المكشوف في سوق فلسطين للأوراق المالية، فإن ذلـك سيؤدي إلى زيادة إقبال المستثمرين على توظيف أموالهم في سوق فلسطين للأوراق المالية.

4. في حالة إدراج أوراق مالية مستحدثة في سوق فلسطين للأوراق المالية، فإن ذلك سـيؤدي إلـى زيادة إقبال المستثمرين على توظيف أموالهم في سوق فلسطين للأوراق المالية.

5. في حالة السماح بإبرام عقود المشتقات المالية في سوق فلسطين للأوراق المالية، فإن ذلك سيؤدي إلى زيادة إقبال المستثمرين على توظيف أموالهم في سوق فلسطين للأوراق المالية.

6. في حالة تأسيس صناديق الاستثمار في مناطق السلطة الوطنية الفلسطينية، فإن ذلك سيؤدي إلـى زيادة إقبال المستثمرين على توظيف أموالهم في سوق فلسطين للأوراق المالية.

1-5 أهمية الدراسة وأسباب اختيار الموضوع:

تنبع أهمية الدراسة من كونها تسلط الضوء على أحد أهم المؤسسات الفلسطينية المؤثرة في الاقتصاد الوطني، ومن النقاط ذات الأهمية أيضاً التالي:

1. حرص الباحث على تناول موضوع يشخص بعض المشاكل التي تواجه التعامل في سوق فلسطين للأوراق المالية، وإيجاد حلول مناسبة لها من خلال منتجات الهندسة المالية، فموضوع صناعة الهندسة المالية ودورها في تنشيط بورصات الأوراق المالية يتسم بالحداثة وخاصة بالنسبة للبورصات الناشئة، ونظراً لكون هذه الصناعة تلعب دوراً محورياً في رفع كفاءة وأداء البورصات فمن

الضروري أن يكون لدى المفكرين والباحثين في مجال التمويل والاستثمار خبرة كافية في هذا المجال لوضع اللبنات الأساسية لتطوير وتنشيط سوق فلسطين للأوراق المالية في ظل هذه الصناعة.

2. رفد المكتبة الفلسطينية بأبحاث متخصصة في حقل التمويل والاستثمار، وخاصة في مجال صناعة الهندسة المالية التي تمثل عصب الإبداع والابتكار التمويلي والاستثماري الحديث.

3. لفت انتباه سوق فلسطين للأوراق المالية إلى ضرورة توفير ميزة التنويع الاستثماري من خلال توفير احتياجات المستثمرين من الأوراق المالية المختلفة، وأيضاً تطوير الأساليب المتبعة في تسوية الصفقات.

4. تدعيم دور هيئة سوق رأس المال الفلسطينية باعتبارها الجهة المخولة بالإشراف والرقابة على سوق رأس المال الأولي والثانوي، وذلك من خلال مساعدتها في التعرف على بعض المشاكل التي تحُول دون ضخ المزيد من الأموال للاستثمار في سوق فلسطين للأوراق المالية، وتقديم مجموعة من الحلول التي تساعد في الحد من هذه المشاكل.

5. توجيه الشركات المساهمة العامة إلى أهم الأوراق المالية التي يمكن أن تطرحها في المستقبل بخلاف الأسهم العادية، والتي تحظى بقبول من قبل المستثمرين مما يؤثر بالإيجاب على أداء هذه الشركات.

6. محاولة النهوض بالاقتصاد الفلسطيني من خلال توفير آليات تمويل جديدة للقطاع العام والقطاع الخاص، تلبي احتياجات ورغبات المستثمرين وتضخ المزيد من الأموال للقطاعات الاقتصادية.

7. تعتبر أول دراسة في مناطق السلطة الوطنية الفلسطينية تتناول موضوع صناعة الهندسة المالية ودورها في تنشيط سوق فلسطين للأوراق المالية.

6-1 محددات الدراسة:

هناك مجموعة من المحددات التي تحكم وتضبط الدراسة في نطاق معين، وهي كالتالي:

1. اقتصرت الدراسة على بعض منتجات الهندسة المالية المدرجة في البورصات المتقدمة والناشئة، وهي كالتالي:

أ. أسلوب التمويل بالهامش.

ب. أسلوب البيع على المكشوف.

ج. الأوراق المالية المستحدثة (الأسهم الممتازة، والسندات الحكومية المحلية والأجنبية، وسندات الشركات المحلية والأجنبية).

د. عقود المشتقات المالية (المستقبليات والخيارات).

ذ. صناديق الاستثمار (المغلقة والمفتوحة).

2. الدراسـة تغطي عينة من المستثمرين المتعاملين مع شركات الوساطة المالية في قطاع غزة، خلال الفترة الممتدة من (2006/6/11-2006/6/29)

7-1 تعريف المصطلحات الإجرائية:

1. **الأوراق المالية المستحدثة:** عرف الباحث مفهوم الأوراق المالية المستحدثة تعريفاً إجرائيـاً لخدمة أغراض وأهداف هذه الدراسة على أنها "الأوراق المالية التي لم تدرج حتـى تـاريخ إتمـام الدراسة الحالية في سوق فلسطين للأوراق المالية".

2. **البورصات الناشئة (الصاعدة):** عرف الباحث البورصات الناشئة تعريفاً إجرائياً لخدمة أغراض وأهداف هذه الدراسة حيث قصد بها "البورصات العاملة في الدول النامية والتي حققت نسب معقولة من التقدم الاقتصادي بفعل تبني مجموعة من الخطط والبرامج الاقتصادية الهادفة، ولكن التطور الحاصل في هذه البورصات الناشئة لا يضاهي البورصات المتقدمة". بينما عرفها (محمد، 2004) بأنها "أسواق الأوراق المالية، التي تتسم بصغر الحجم، أو لم يمض تاريخ طويل على بدء تشغيلها بالمقارنة مع أسواق الأوراق المالية العالمية".

3. **التنشيط:** عرف الباحث مفهوم التنشيط تعريفاً إجرائياً لخدمة أغراض وأهداف هذه الدراسة على أنه "تفعيل وتطوير قدرة سوق فلسطين للأوراق المالية على التغلب على الآثار السلبية المترتبة عن اقتصار التعامل في سوق فلسطين للأوراق المالية على الأسهم العادية وغياب منتجات الهندسة المالية".

4. **التوريق:** هو "تحويل الحقوق المالية المستحقة والتي تتدفق من مجموعة من الأصول المالية (قروض عقارية) إلى أوراق مالية، وذلك عن طريق إصدار أوراق مالية تكون مضمونة بتلك المجموعة من الأصول" (بورصتي القاهرة والإسكندرية، 2005-د، ص4).

5. **المستثمرين:** هم "فئة من المتعاملين في سوق الأوراق المالية (البورصة) ويطلق عليهم أيضاً مصطلح (المستثمرين للأجل الطويل)، يوظفون أموالهم في ظل إستراتيجية استثمارية طويلة الأجل تفرض عليهم الاستعداد لتحمل درجة معقولة من المخاطرة مع عدم التأكد من النتائج أملاً في الحصول على ربح ملائم يتمثل غالباً في صورة توزيعات الأرباح الإيرادية في حالة الأسهم أو قيمة

الكوبون (الفائدة) في حالة السندات، أما الأرباح الرأسمالية المتوقع تحقيقها فتأتي في المرتبة الثانيـة بالنسبة للمستثمرين" (مطر، 2004، ص29).

6. **المضاربين:** هم "فئة من المتعاملين في سوق الأوراق المالية (البورصة) ويطلق عليهم أيـضاً مصطلح (المستثمرين للأجل القصير)، يوظفون أموالهم في ظل إستراتيجية استثمارية قصيرة الأجل تفرض عليهم الاستعداد لتحمل درجة عالية نوعاً ما من المخاطرة مع عدم التأكد من النتائج، ولكنهـا خطوات مدروسة أملاً في تحقيق أرباح مرتفعة تكون على شكل أرباح رأسمالية تنتج عـن التقلبـات المتوقعة في أسعار الأوراق المالية، أما توزيعات الأرباح الإيرادية المتوقع تحقيقها فتأتي في المرتبة الثانية بالنسبة للمضاربين" (مطر، 2004، ص29).

7. **الهندسة المالية:** هي "تصميم وتطوير وتطبيق أنظمة وعمليات وأدوات مالية مستحدثة، تقـدم حلول خلاقة ومبدعة للمشاكل التمويلية والاستثمارية، كالمساهمة الفعالة في الحد من المخاطر ورفـع كفاءة البورصات والتخطيط الدقيق للتدفقات النقدية" (هندي، بدون سنة نشر، ص14-15).

8. **رجال المال والأعمال:** عرف الباحث رجال المال والأعمال تعريفاً إجرائياً لخدمـة أغـراض وأهداف هذه الدراسة يقوم على الفصل بينهما حيث قصد برجال المال "الأطراف التي توظف أموالها ومدخراتها في الأوراق المالية المتداولة في أسواق الأوراق المالية طويلة الأجل (البورصات) سـواء أكان على شكل استثمار أو مضاربة". بينما قصد برجال الأعمال "الأطراف التـي تـشرف إداريـاً وتنظيمياً على المشاريع الاقتصادية، حيث تملك من الخبرة والكفاءة مـا يؤهلهـا لرسـم الـسياسات والاستراتيجيات التمويلية والاستثمارية". وقد يتم الجمع بين صفات رجال المال ورجال الأعمال فـي نفس الوقت.

9. **سوق فلسطين للأوراق المالية:** هو "السوق الثانوي المنظم الوحيد في مناطق السلطة الوطنية الفلسطينية والمرخص له بمزاولة مهمة تنظيم تداول الأوراق المالية طويلة الأجل الصادرة عن الشركات المساهمة العامة المدرجة في السوق. ويتمتع بشخصية اعتبارية ذات استقلال مالي وإداري، ويخضع سوق فلسطين للأوراق المالية لرقابة وإشراف هيئة سوق رأس المال الفلسطينية" (المجلس التشريعي الفلسطيني، 2004، ص6).

10. **شركات الوساطة المالية:** هي "الشركات التي يكون نشاطها الرئيسي القيام بأعمال متعلقة بتداول الأوراق المالية المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية لحساب الآخرين أو لحسابها الخاص، والنشاطات الأخرى وفق القانون"، ويبلغ عدد شركات الوساطة المالية ذات العضوية في سوق فلسطين للأوراق المالية سبع شركات، وهي كالتالي مرتبة حسب تاريخ عضويتها في السوق (سوق فلسطين للأوراق المالية، 2006-أ):

أ. شركة الأردن وفلسطين للاستثمارات المالية.

ب. الشركة المتحدة للأوراق المالية.

ج. شركة الهدف للاستثمار والأوراق المالية.

د. الشركة الوطنية للأوراق المالية.

ه. الشركة العالمية للأوراق المالية.

و. شركة السهم للاستثمار والأوراق المالية.

ز. شركة لوتس للاستثمارات المالية.

11. **قطاع غزة:** هو "المنطقة الجنوبية من الساحل الفلسطيني، وهي على شكل شريط ضيق شمال شرق شبه جزيرة سيناء، يسمى بقطاع غزة نسبة لأكبر مدنه غزة. تم احتلاله من قبل إسرائيل في العام 1967 ودخلت إلى بعض مناطقه السلطة الوطنية الفلسطينية بعد توقيع اتفاقية أوسلو مع الجانب الإسرائيلي في العام 1993، وفي فبراير من عام 2005، صوتت الحكومة الإسرائيلية على تطبيق خطة للانسحاب الأحادي الجانب من قطاع غزة وإزالة جميع المستوطنات الإسرائيلية والمستوطنين والقواعد العسكرية من القطاع، وتم الانتهاء من العملية في 12 سبتمبر 2005 بإعلانها إنهاء الحكم العسكري في قطاع غزة. وقد قسمت السلطة الوطنية الفلسطينية قطاع غزة إلى خمس محافظات هي: (محافظة شمال غزة، ومحافظة غزة، ومحافظة دير البلح، ومحافظة خانيونس، ومحافظة رفح)" (ويكيبيديا الموسوعة الحرة، 2006).

12. **منتجات الهندسة المالية:** تقدم صناعة الهندسة المالية مجموعة خلاقة ومبتكرة من المنتجات وهي كالتالي (هندي، بدون سنة نشر، ص15):

أ. ابتكار الأدوات المالية الجديدة، مثال ذلك استحداث أنواع متقدمة من الأسهم العادية، والأسهم الممتازة، والسندات، وعقود المشتقات المالية وغيرها، والتي من شأنها أن تخفف من حدة المشاكل التمويلية التي تواجه الشركات وتكون لها مساهمة فعالة في تنشيط سوق الأوراق المالية (البورصة).

ب. ابتكار أنظمة وعمليات مالية جديدة، مثال ذلك التسجيل على الرف، والتداول الإلكتروني للأوراق المالية، والأساليب المتطورة في تسوية الصفقات وغيرها، والتي من شأنها أن تساهم في تخفيض

تكاليف الصفقات المبرمة في سوق الأوراق المالية (البورصة)، وتزيد من فرص الاستخدام الكـفء للموارد المالية.

ج. ابتكار حلول خلاقة مبدعة للمشاكل المالية التي تواجه الشركات، مثال ذلك إسـتراتيجية تحويـل الشركة من النمط المساهم إلى نمط الملكية الخاصة، وتنمية اسـتراتيجيات دفاعيـة تـستخدمها إدارة الشركة في مواجهة محاولات السيطرة العدوانية من أطراف أخرى، والتي من شأنها أن تساهم فـي إعادة هيكلية الشركات للتغلب على مشاكلها القائمة وبالتالي تحسن من أدائها.

المبحث الثاني

الدراسات السابقة

الدراسات السابقة

8-1 الدراسات ذات العلاقة بسوق رأس المال:

1.8.1 دراسة المزيني (2002)، بعنوان:

"سوق فلسطين للأوراق المالية واقعها وآفاقها"

هدفت الدراسة للإجابة على التساؤلات التالية:

1. هل هناك شركات مساهمة تم تمويلها من خلال إصدار الأسهم والسندات؟
2. هل هناك مشاكل وعقبات تواجه تطوير سوق فلسطين للأوراق المالية؟
3. ما هي طرق وأساليب تطوير سوق فلسطين للأوراق المالية وتفعيل دورها؟
4. ما هي الآفاق المستقبلية لسوق فلسطين للأوراق المالية؟

توصلت الدراسة لمجموعة من النتائج الهامة هي كالتالي:

1. سوق فلسطين للأوراق المالية من الأسواق المنشأة على أسس حديثة ومتطورة بالتعاون مع الخبرات الأجنبية.
2. قلة الشركات المدرجة في السوق بالمقارنة مع عدد الشركات المساهمة العامة المسجلة.
3. اقتصار البورصة على عرض الأسهم العادية وعدم إصدار أي أوراق مالية حكومية.
4. ضعف الوعي الادخاري والاستثماري لدى معظم أفراد المجتمع الفلسطيني بفعل عدم تأثير الإعلام والنشرات المتخصصة.

اقترحت الدراسة مجموعة من التوصيات الهامة هي كالتالي:

1. ضرورة إنشاء هيئة سوق رأس المال وإصدار قانون الأوراق المالية.
2. صياغة قوانين ضريبية تشجع حركة الاستثمار وإقامة الشركات المساهمة العامة.
3. عقد الندوات ذات العلاقة ببحث المشاكل التي تعاني منها البورصة وإيجاد حلول لها.
4. إنشاء اتحاد للعاملين في البورصة مما يساهم في نشر الوعي الاستثماري لدى الجمهور.

2.8.1 دراسة Pal (2001)، بعنوان:

"Stock Market Development and its Impact on the Financing Pattern of the Indian Corporate Sector"

(تطوير سوق الأسهم ومدى تأثيره على تمويل قطاع الشركات الهندي)

هدفت الدراسة للتعرف على الظاهرة التالية:

دور البورصات [1] في توفير مصادر التمويل اللازمة لقطاع الشركات في الهند.

توصلت الدراسة لمجموعة من النتائج الهامة هي كالتالي:

1. تساهم البورصة الهندية بشكل فعال في دعم الاقتصاد، لكونها قناة لجذب المدخرات المحلية، وتساعد في تخفيض الاعتماد على الاقتراض.
2. تحرر الاقتصاد الهندي من سيطرة الدولة على مجرياته وقيام الحكومة الهندية بتنمية البورصة، حيث أدى ذلك إلى زيادة التعامل بالأسهم في أوائل التسعينات. ولكن قضايا الفساد والمخالفات خلال

(1) البورصات حيثما ذكرت في الدراسة هي بمعنى أسواق الأوراق المالية طويلة الأجل أو الأسواق الثانوية المنظمة.

الفترة من (1992-1994) جعل الشركات تلجأ إلى مصادر الاقتـراض الخارجيـة مـن البنـوك والمؤسسات المالية وبأسعار فائدة منخفضة.

اقترحت الدراسة التوصية التالية:

1. ضرورة تطوير البورصات العاملة في الهند من خلال سن مجموعة من الأنظمة والقواعد التـي تحد من المظاهر السلبية، وتساعد في زيادة ثقة المستثمرين بهذه البورصات.

3.8.1 دراسة Roll & Hassan (2001)، بعنوان:

"The Development of Bond Market In Egypt"

"تطوير سوق السندات في مصر"

هدفت الدراسة لحل المشكلة التالية:

مدى حاجة سوق السندات المصري للتطوير عبر تشريع القوانين التي تضبط أدائه.

توصلت الدراسة للنتيجة التالية:

1. قيام الجهات المعنية برسم السياسات الهادفة لتطوير سوق رأس المـال المـصري، وخاصـة المتعلق بالأسهم العادية على حساب سوق السندات.

اقترحت الدراسة مجموعة من التوصيات الهامة هي كالتالي:

1. ضرورة تركيز الجهود الحكومية على تطوير سوق السندات، لما لذلك من أثر كبير فـي دفـع التنمية الاقتصادية.
2. سن القوانين اللازمة لتطوير سوق السندات وتحسين أدائه مثل قانون الرهن العقـاري وقـانون الإفلاس.

4.8.1 دراسة صوفي وآخرون (1989)، بعنوان:

"إمكانية الاستفادة من التنويع الاستثماري في سوق الأسهم في المملكة العربية السعودية"

هدفت الدراسة لإثبات أو نفي الفرضية التالية وهي:

لا توجد إمكانية لتخفيض مخاطر الاستثمار عن طريق إستراتيجية التنويع الاستثماري في سوق الأسهم السعودية.

توصلت الدراسة لمجموعة من النتائج الهامة هي كالتالي:

1. تم نفي فرضية الدراسة وذلك لوجود معاملات ارتباط معنوية سالبة وموجبة غير تامة بين عوائد الأسهم في سوق الأسهم السعودية، حيث بنفي هذه الفرضية يمكن استنتاج أنه بالإمكان تخفيض مخاطر الاستثمار عن طريق التنويع الاستثماري.
2. من الممكن إدارة محافظ استثمارية مكونة من الأسهم المتداولة في سوق السعودية للأوراق المالية ذات كفاءة تحقق عوائد مرتفعة بمخاطر محدودة، من خلال تكوين خليط من الأسهم بصورة يترتب عليها تخفيض المخاطر.

اقترحت الدراسة مجموعة من التوصيات الهامة هي كالتالي:

1. يجب العمل على تطوير وتحسين صناعة الخدمات المالية في المملكة العربية السعودية، وإنشاء مؤسسات الخدمات المالية التي تهتم بتحليل ونشر المعلومات المالية عن الشركات المساهمة العامة التي يتم تداول أسهمها في سوق الأسهم وتقديم أحدث الإحصاءات عن أداء تلك الشركات.
2. يتوجب على البنوك لكونها أحد أهم المستثمرين في سوق الأسهم إنشاء مراكز معلومات مالية عن سوق الأسهم السعودية، تقوم بتحليل الأوراق المالية وتقدم النصح للمستثمرين.

3. العمل على زيادة كفاءة السوق عن طريق زيادة العرض من الأوراق المالية.

4. تشجيع إقامة صناديق الاستثمار في المملكة العربية السعودية، وأن تقتصر اســتثماراتها علــى حيازة وتداول أسهم الشركات السعودية.

9-1 الدراسات ذات العلاقة بتحليل أداء البورصات:

1.9.1 دراسة Abdelrahim (2000)، بعنوان:

"The Amman Stock Market (1992-1998) Analysis Of Concepts, Objectives, Structure, Development, Performance, Constraints & Promotional Measures"

"سوق عمان للأسهم: دراسة تحليلية للمفاهيم، والأهداف، والهيكلية، والأداء، والقيود خلال الفترة الممتدة من (1992-1998)"

هدفت الدراسة إلى:

تحليل أداء سوق عمان للأوراق المالية ومعرفة مدى تطوره والمشاكل التي تواجهه.

توصلت الدراسة لمجموعة من النتائج الهامة هي كالتالي:

1. سوق عمان للأوراق المالية أحد الأسواق الناشئة التي تتسم بالنمو الحديث، حيث ما زالت فرص تمويل الاستثمارات فيه محدودة.

2. سوق عمان للأوراق المالية يعاني من الروتين الإداري وإتباع الأسلوب التقليــدي فــي تيــسير الأمور وهو بعيد عن مواكبة خطى التطور الحاصل في البورصات العالمية.

3. عدم وجود إفصاح كافي عن المعلومات المالية الخاصة بالاستثمارات بالشركات.

اقترحت الدراسة مجموعة من التوصيات الهامة هي كالتالي:

1. تطوير قانون الأوراق المالية لعام 1997 ليلائم المستجدات الاقتصادية.
2. تسريع خصخصة المؤسسات العامة لإدراجها في البورصة.
3. إزالة القيود المعيقة لحركة الاستثمار الأجنبي في البورصة.
4. إعادة النظر في السياسات النقدية والمالية الخاصة "بأسعار الفائدة، وحجم الإنفاق، وجذب صناديق الاستثمار".
5. العمل على تحديث نظام المعلومات الالكتروني في البورصة.

2.9.1 دراسة غرايبه وخوري (1994)، بعنوان:

"الأسواق المالية في الدول النامية تطوراتها وأهميتها"

هدفت الدراسة للتعرف على الظاهرة التالية:

أهمية أسواق الأوراق المالية الناشئة في الدول النامية، من خلال عقد مقارنات بين سوق عمان للأوراق المالية وبعض الأسواق الناشئة للوقوف على درجة التطور وبيان أوجه القوة والضعف فيه، مقارنة بغيره من الأسواق المماثلة.

توصلت الدراسة لمجموعة من النتائج الهامة هي كالتالي:

1. جميع أسواق الأوراق المالية الناشئة محل الدراسة حققت نسبة نمو ممتازة وأسرع في السنوات الأخيرة بالمقارنة بنسبة النمو المتحققة في الأسواق المالية المتقدمة، أما أسعار الأسهم فقد كانت منخفضة بالنسبة للعينة.

2. حقق سوق عمان للأوراق المالية نمو طبيعياً معقولاً حيث تميزت فترة الثمانينات بهدوء التعامل وثبات أسعار الأسهم أو زيادتها زيادة طفيفة، وكان العائد مرتفعاً بالمقارنة مع بقية الأسواق الناشئة محل الدراسة خلال الثمانينات.

3. حققت بقية أسواق العينة بشكل عام نسبة نمو أعلى من تلك المتحققة في سوق عمان للأوراق المالية، سواء أكان ذلك متعلق في حجم التداول أو في عدد الشركات المدرجة، بسبب مرور الاقتصاد الأردني بظروف سيئة خلال الثمانينات انعكست سلباً على أدائه.

اقترحت الدراسة التوصية التالية:

1. تبني سياسات مالية ونقدية مرنة تنهض بالاقتصاد الأردني وبسوق عمان للأوراق المالية، لما لذلك من أثر في رفع أسعار الأسهم لتقترب من قيمتها الحقيقية.

1-10 الدراسات ذات العلاقة بالهندسة المالية:

1.10.1 دراسة Shenbagaraman (2003)، بعنوان:

"Do Futures and Options trading increase stock market volatility?"

"هل تداول المستقبليات والخيارات يزيد من تقلب سوق الأسهم"

هدفت الدراسة للإجابة على السؤال التالي:

هل إبرام عقود المستقبليات والخيارات المالية في الأسواق الثانوية المنظمة (البورصات) سوف يزيد من حدة عدم ثبات مؤشر الأسهم في البورصة الهندية؟

توصلت الدراسة لمجموعة من النتائج الهامة هي كالتالي:

1. لم يكن هناك تأثير لإبرام عقود المشتقات المالية (المستقبليات والخيارات المالية)، على عدم ثبات البورصة الهندية الحاضرة.
2. وصول وتدفق المعلومات إلى البورصة، وكونها متاحة لجميع المتعاملين فيها أم لا هـو الـذي يؤثر على أداء البورصة.
3. عقود المشتقات المالية تلعب دوراً هاماً جداً في عملية اكتشاف الأسعار وتحقيق سـمة الكمـال للبورصة، بالإضافة إلى دورها في إدارة المخاطر.

اقترحت الدراسة التوصية التالية:

1. لابد من تعزيز دور عقود المشتقات المالية في الحفاظ على أداء البورصة الهندية من خلال توفير الأنظمة والسياسات السليمة التي تضمن الاستخدام الكفء لهذه العقود من قبل المتعاملين.

*2.10.1 دراسة **Gupta** (2002)، بعنوان:*

"Short Selling And Its Regulation In India In International Perspective"

"تعليمات البيع على المكشوف في الهند من منظور دولي"

هدفت الدراسة للتعرف على الظاهرة التالية:

البيع على المكشوف وتأثيره على البورصة والاقتصاد، وبيان التعليمات الملائمـة لـضبط التعامل فيه، ومنع الاستخدام الخاطئ له.

توصلت الدراسة للنتيجة التالية:

1. فقدان بورصة الهند القومية وبورصة بومباي للتعليمات اللازمة لضبط التعامل بأسلوب البيع على المكشوف.

اقترحت الدراسة مجموعة من التوصيات الهامة هي كالتالي:

1. لابد من أن يمارس البيع على المكشوف في ظل تطبيق نظام الهامش، للحد من المخاطر المترتبة على هذه الممارسة في حالة ارتفاع الأسعار.
2. وجود حد أدنى للهامش يبلغ 50% يساعد في الحد من توقعات المضاربين، ويؤدي إلى ضبط حركة البورصة وتحقيق الاستقرار.

3.10.1 دراسة حسن (1999)، بعنوان:

"تنشيط سوق المال في مصر عن طريق تطوير الأدوات المالية: دراسة تطبيقية"

هدفت الدراسة للتعرف على الظاهرة التالية:

تقييم وضع سوق المال في مصر بصورة متكاملة من خلال التعرض إلى الأوضاع السائدة في الأسواق الناشئة الأخرى، وكذلك تقييم الأوراق المالية المتداولة حالياً بسوق المال في مصر.

توصلت الدراسة لمجموعة من النتائج الهامة هي كالتالي:

1. شهدت السنوات الأخيرة من القرن العشرين تطورات إيجابية في وسائل الإعلام بالنسبة لنشر التحليلات المالية التي تساعد على نشر المعارف لدى المستثمرين في سوق المال بمصر.

2. سوق السندات في مصر يفتقر إلى عدد من مقومات السوق الجيد، حيث يعـاني مـن ضـعف المراكز المالية للعديد من الشركات المُصدرة، وعدم رغبة الشركات المساهمة العامة فـي إصـدار سندات، وضعف الوعي الاستثماري في السوق بصفة عامة، وعدم نشاط السوق الثانوية.

3. لم تستطيع صناديق الاستثمار تحقيق عائد أفضل من عائد السوق في فترات كساده، واسـتطاع بعضها تحقيق عوائد أفضل في فترات رواج سوق الأوراق المالية.

اقترحت الدراسة مجموعة من التوصيات الهامة هي كالتالي:

1. استخدام أسلوب متكامل لتحديد القيمة الحقيقية [1] للأسهم مـن شـأنه أن يرفـع درجـة ثقـة المستثمرين في أسعار الأسهم.

2. الاهتمام بتنشيط سوق السندات الثانوي بهدف توفير السيولة للمستثمرين، مـن خـلال تطـوير عمليات التسوية والمقاصة وكذلك تخفيض تكلفة التعامل من عمولات ومصروفات إدارية.

3. هناك حاجة لقيام جهة محايدة ذات خبرة في مجال الأوراق المالية، بإجراء تقيـيم دوري لأداء صناديق الاستثمار المختلفة ونشر ذلك في تقرير.

4. المطالبة بإدخال عقود الخيارات المالية إلى سوق المال المـصري، بهـدف تخفـيض درجـة المخاطرة المحيطة بالاستثمارات وتشجيع عدد أكبر من المستثمرين على الدخول في السوق.

5. دراسة إمكانية السماح بممارسة أسلوب التمويل بالهامش وأسلوب البيع على المكشوف، حيث أن كلتا السياستان تساعدان على تحسين أداء صانع السوق وتزيد من كفاءاته.

([1]) القيمة الحقيقية أو العادلة هي التي تتوقف على العائد المتوقع تولده للمستثمر نتيجة لامتلاكه الأسهم، أي تتوقف على الأرباح الرأسمالية والتوزيعات التي يتوقع أن يجنيها المستثمر، ويعتمد عليها بدرجة كبيرة في تقيم جدوى الاستثمار في الأسهم (كراجة وآخرون، 2002، ص89).

11-1 الدراسات ذات العلاقة بصناديق الاستثمار:

1.11.1 دراسة دوابه (2004)، بعنوان:

"صناديق الاستثمار في البنوك الإسلامية بين النظرية والتطبيق"

هدفت الدراسة لإيجاد حل للمشكلة الرئيسية التالية وهي:

عجز المصارف الإسلامية عن المساهمة الفعالة في عملية التنمية بشقيها الاقتصادي والاجتماعي في الدول الإسلامية وفقاً لما حددته لنفسها من أهداف نتيجة لبعض المشاكل.

توصلت الدراسة لمجموعة من النتائج الهامة هي كالتالي:

1. صناديق الاستثمار من أهم مجالات الاستثمار الجديدة والمستحدثة في واقعنا المعاصر.
2. ضآلة استثمارات المصارف الإسلامية في الأوراق المالية.

اقترحت الدراسة مجموعة من التوصيات الهامة هي كالتالي:

1. ضرورة قيام المصارف الإسلامية بتنويع أوعيتها الاستثمارية، لضمان استجابتها لتنوع حاجات ورغبات المدخرين.
2. اقتراح نموذج لصناديق الاستثمار في المصارف الإسلامية، يربط بين المبادئ العلمية وأحكام الشريعة الإسلامية.

2.11.1 دراسة Xue-Jun & Xiao-Lan (2003)، بعنوان:

"Empirical study on mutual fund objective classification"

"دراسة استقرائية حول تصنيف أهداف صناديق الاستثمار"

هدفت الدراسة للإجابة على السؤال التالي:

هل الصناديق الاستثمارية العاملة في جمهورية الصين الشعبية تلتزم بالأهداف والإستراتجيات المنصوص عليها في عقد تأسيسها، أم لا؟

توصلت الدراسة لمجموعة من النتائج الهامة هي كالتالي:

1. يعتمد المستثمرين في تقييم مدى التزام إدارة صناديق الاستثمار بالأهداف المنصوص عليها، على المقارنة بين العائد والمخاطرة.
2. 50% من صناديق الاستثمار التي شملتهم الدراسة، لم تلتزم بالأهداف المنصوص عليها في عقد التأسيس والتي كانت منسجمة مع استراتيجيات المستثمرين.

اقترحت الدراسة التوصية التالية:

1. ضرورة التزام صناديق الاستثمار بالأهداف المنصوص عليها، والسعي لتحقيقها لكون ذلك يعكس مصداقية إدارة الصندوق اتجاه حملة الوثائق ويحسن الموقع التنافسي.

1-12 مناقشة الدراسات السابقة:

كل ما سبق من دراسات لم تتناول أي منها مضمون الدراسة الحالية [1] ، ومن هذا المنطلق لجأ الباحث إلى استعراض الدراسات السابقة التي تتناول بعض مواضيع الدراسة الحالية، لكون ذلك مهم في التعرف على تجارب الآخرين في مجال صناعة الهندسة المالية ومحاولة الاستفادة قدر الإمكان من نتائج أبحاثهم. فالاستعانة بتلك الدراسات أفاد الباحث في استقراء الظروف التي أحاطت بتطبيق بعض الأدوات والأساليب التمويلية والاستثمارية في بعض بورصات الأوراق المالية.

1-13 المساهمة الإضافية للدراسة:

سوق فلسطين للأوراق المالية أحد البورصات الصاعدة حديثة النشأة، لذا من الضروري الارتقاء بهذه المؤسسة الوطنية من خلال إجراء الأبحاث التطويرية، حيث هدفت هذه الدراسة للتعرف على الآثار الناجمة عن اقتصار التعامل في سوق فلسطين للأوراق المالية على الأسهم العادية، ومن ثما استعراض الآليات التمويلية والاستثمارية المناسبة التي تستطيع من خلالها سوق فلسطين للأوراق المالية التخفيف من سلبيات هذه الآثار، وقد حددت الدراسة الآليات اللازمة للتنشيط ببعض منتجات الهندسة المالية دون التطرق إلى الجوانب الأخرى، مرتكزة في الجانب التطبيقي على استبانة وزعت على عينة من المستثمرين المتعاملين مع شركات الوساطة المالية ذات العضوية في سوق فلسطين للأوراق المالية، وقد تم تدعيم نتائج الاستبانة بالتحليل الكمي المقارن بين بعض مؤشرات الأسواق المالية في سوق فلسطين للأوراق المالية وعينة من البورصات الناشئة.

([1]) قام الباحث بالإطلاع على العديد من الدراسات والأبحاث السابقة، وعلى حد علمه لم تطرق أي دراسة لتناول موضوع الهندسة المالية وأثرها في تنشيط بورصة الأوراق المالية بنفس الآلية التي اعتمدت عليها هذه الدراسة.

الفصل الثاني

الأدبيات النظرية

المبحث الأول

سوق رأس المال وواقع أداء سوق فلسطين للأوراق المالية

سوق رأس المال وواقع أداء سوق فلسطين للأوراق المالية

1-2 المقدمة:

سوق رأس المال يلعب دوراً بارزاً جداً في تكوين حلقة الوصل بين الوحدات الاقتصادية ذات الفائض المالي (المقرضين) والوحدات الاقتصادية ذات العجز المالي (المقترضين)، بهدف توجيه المدخرات نحو استغلال الفرص الاستثمارية المربحة، وبما يضمن مصلحة الأطراف المتعاملة (الشمري وآخرون، 1999، ص173).

فسوق رأس المال يقدم مجموعة متنوعة من الأدوات المالية طويلة الأجل التي تتناسب مع أذواق ورغبات المستثمرين المتباينة في ظل آليات تداول تحكمها قوى العرض والطلب. ويرتكز بالأساس نشاط هذه الأسواق على توفير الأدوات المالية التي تمثل حقوق الملكية مثل الأسهم العادية والأسهم الممتازة، والأدوات المالية التي تمثل المديونية مثل السندات الحكومية وسندات الشركات (سندات الإقراض) (Mao, 1976, p352).

من البورصات التي لا تداول فيها سوى الأسهم العادية فقط سوق فلسطين للأوراق المالية، وهذا يترتب عليه حجب جزء من الأموال عن الاستثمار في القطاعات الاقتصادية الفلسطينية، وعلاج هذا الموضوع يتمثل في توفير منتجات مالية عالية الجودة.

ولأهمية ذلك سيناقش هذا الفصل مفهوم سوق رأس المال ومكوناته مع التركيز على السوق الثانوي المنظم (البورصة)، وعرض الأدوات المالية الأساسية المتداولة في البورصات العالمية والناشئة. وفي النهاية سيتم التطرق إلى سوق فلسطين للأوراق المالية من حيث نشأته وأهدافه وتحليل أدائه بالمقارنة مع عينة من البورصات الناشئة.

2-2 مفهوم سوق رأس المال:

هو السوق المختص بإبرام الصفقات ذات العلاقة بتوفير التمويل الاستثماري طويل الأجل، عبر عرض الأسهم والسندات (النقاش، 2001، ص68).

وسوق رأس المال يمتاز بالخصائص التالية (رمضان، 1998، ص43):

أ- أنه سوق للأوراق المالية طويلة الأجل.

ب- أنه سوق جملة وتجزئة في نفس الوقت حيث تعقد فيه صفقات ضخمة وأخرى صغيرة حسب حاجة وطبيعة المتعاملين.

3-2 مكونات سوق رأس المال:

1.3.2 السوق الأولي (سوق الإصدار):

هو السوق الذي يتم التعامل فيه بالأوراق المالية عند إصدارها والاكتتاب فيها لأول مرة ولصالح منشآت الأعمال أو الحكومة، وقد يكون هذا الاكتتاب خاصاً أي مقصوراً على المؤسسين أو عاماً، عن طريق طرح بعض أو كل الأسهم على الجمهور ودعوته للاكتتاب فيها. ويتولى الإصدار مؤسسات متخصصة وجدت لمزاولة مهمة الإصدار "بنوك الاستثمار"، أو "البنوك التجارية وشركات تغطية الاكتتاب". ومهمتها الأساسية تتمثل في بذل قصارى الجهد في

سبيل بيع الأوراق المالية للمستثمرين، حيث يتم توزيع سجل يبين طبيعة نشاط الشركة وتـاريخ تأسيسها وأسماء أعضاء مجلس الإدارة لكون ذلك يساعد في تقدير فـرص العائـد والمخـاطرة للمستثمرين (غنيم، 2005، ص19-20).

والوظائف التي تقدمها بنوك الاستثمار إلى الجهات التي تطرح أسهمها للاكتتاب العـام هي كالتالي (حامد، 1999، ص151-152):

1. **وظيفة إدارة الإصدار:** يقوم بنك الاستثمار بوظيفة متعهد إدارة الإصدار منذ اليوم الأول لهذا الإصدار، بالإضافة إلى ذلك يقدم الخدمات الاستشارية للشركة المُصدرة من حيث بيـان نوعيـة الأوراق المالية التي يتقبلها السوق والوقت المناسب للإصدار، وسعر الإصدار في ظل توافر كافة الشروط القانونية.
2. **وظيفة المتعهد بتغطية الإصدار:** حيث يتم تكوين اتحاد مع شركات أخرى أو بنـوك لتغطيـة الإصدار بالكامل، مما يعني ضمان حصول الشركة المُصدرة على قيمة الإصـدار دون تحمـل مخاطر عدم شراء أو توزيع هذه الأوراق، وتنتقل ملكية هذه الأوراق إلى المتعهدين لكـي يـتم طرحها للاكتتاب.
3. **وظيفة بيع وتوزيع الأوراق المالية:** حيث تطرح الأسهم للاكتتاب العام عن طريـق اتحـاد المتعهدين أو شركات السمسرة وتجار الأوراق المالية. وتقوم الشركة المُـصدرة بتـوفير كافـة المعلومات عن الإصدار عن طريق ما يسمى بنشرة الإصدار ويحق لكل مستثمر الحصول عليها، حيث تتضمن هذه النشرة أيضاً معلومات عن الشركة ونشاطها ومركزها المالي.

2.3.2 السوق الثانوي (سوق التداول):

هو بمثابة السوق الذي يتداول فيه المتعاملون بالأوراق المالية التي سبق إصدارها من خلال المؤسسات المتخصصة أو البنوك التجارية، حيث إن المُصدر للأوراق المالية في هذا السوق ليس له علاقة بعملية التداول ولا تمثل استثمار حقيقي له، فعملية التداول تكون بين المستثمرين أنفسهم (البائعين والمشترين). ولكن هذا السوق مهم جداً للمُصدر الأصلي لكونه يعكس قيمة الشركة الحقيقية من خلال أسعار تداول أوراقها المالية في البورصة. ولابد من أن تتوافر في هذا السوق خاصية السيولة التي تعني أمكانية بيع المستثمر لأصوله المالية في أي وقت. فوجود البورصة يساعد على توفير عدد كبير من المدخرين والمستثمرين الذين يرغبون بإتمام صفقات تداول فيما بينهم، حيث تجمعهم البورصة في أكنافها فتنخفض تكلفة البحث عن المشتري أو البائع بل أيضاً تكلفة إتمام الصفقات (الناقة، 1995، ص21-22).

1:2:3:2 تقسيمات السوق الثانوي:

1. **الأسواق المنظمة (البورصات):** هي الأسواق التي تعمل في ظل مكان يحدث فيه التبادل بالأوراق المالية بين المدخرين والمستثمرين من خلال مجموعة من أعضاء السوق المرخص لهم بالعمل بالبورصة، ولكن بعد تطور التكنولوجيا ووسائل الاتصال قلت أهمية الإطار المكاني حيث إن شبكة الكمبيوتر والإنترنت حلت محل التواجد المادي الملموس. وتكاد لا تخلو دولة تتبع النظام الاقتصادي الحر من بورصة مركزية أو بورصات محلية (هندي، 1999، ص71).

2. **الأسواق غير المنظمة:** هي الأسواق التي يتم فيها التعامل بالأوراق المالية خارج حدود الأسواق الثانوية المنظمة (البورصات) من قبل المدخرين والمستثمرين ويطلق عليها أحياناً بالأسواق الموازية [1] (هندي، 1999، ص76).

هذه الأسواق تتميز بعدم خضوعها لإجراءات وقواعد تنظيمية واضحة كتلك المطبقة في الأسواق الثانوية المنظمة كبورصة نيويورك للأوراق المالية. حيث يعمل في هذه الأسواق غالباً شركات السمسرة وتجار الأوراق المالية، وأداة التواصل بين أطراف التعامل "شبكات الاتصالات الالكترونية" (ECNs) [2] التي تتضمن التواصل في كل وقت حيث يتلاشى في هذه الأسواق عنصر المكان ويتمتع الزمان الواجب لإبرام الصفقات فيه بالمرونة التامة. حيث تتدفق كميات كبيرة من أوامر البيع وأوامر الشراء عبر هذه الشبكات في هذا السوق بين أطراف التعامل، بغض النظر عن أماكن تواجدهم داخل الدولة أو خارجها دون الحاجة للالتقاء المادي، فالسماسرة وتجار الأوراق المالية وهم صناع هذا السوق يرتكز عملهم على التوفيق بين رغبات المتعاملين ولو كان ذلك من مخزونهم. وتلعب هذه الأسواق دوراً بارزاً في تداول الأوراق المالية الخاصة بمنشآت الأعمال صغيرة الحجم التي تتوجس من طرح أسهمها للتداول في البورصة، هذا بالإضافة إلى كون هذه الأسواق تشكل عامل فعال في التخفيض من تكاليف المعاملات وإفساح المجال لشركات السمسرة التي لا تستطيع الحصول على عضوية البورصة المنظمة، فلذلك نمت هذه الأسواق لتخلق نوع من المنافسة مع الأسواق الثانوية المنظمة التقليدية التي كانت ومازالت

([1]) يطلق عليها باللغة الإنجليزية مصطلح Over The Counter (OTC) ويشترط في الولايات المتحدة الأمريكية أن تكون بيوت السمسرة التي ترغب في التعامل في هذه الأسواق لها عضوية في الاتحاد الوطني لتجار الأوراق المالية، حيث يلتزم الأعضاء بالقواعد المتعارف عليها في المعاملات (هندي، 1999، ص77).

([2]) هي اختصار Electronic Communications Networks ويطلق على الأسواق التي تتعامل بهذه الآلية بالأسواق الالكترونية Electronic Markets، ومن أهم هذه الأسواق في العالم سوق نازداك الإلكتروني والذي بدأ التعامل فيه بتاريخ 7 فبراير من عام 1971، وتولى أمر إدارته الاتحاد الوطني لتجار الأوراق المالية National Association Of Securities Dealers (NASD). ثم أضيف إليه عبارة العرض الآلي للأسعار Automated Quotation للإشارة إلى أن الإعلان عن الأسعار يتم وفقاً لنظام إلكتروني، ومن هنا جاء مسمى نازداك NASDAQ (Benhamo & Serva, 1999, p1-2).

تستحوذ على النصيب الأكبر من حجم تداول الأوراق المالية. وبالرغم من كل هذه المزايا إلا أن هذا النوع من الأسواق موجود في الدول التي تتميز بنشاط اقتصادي يقوده عدد كبير من الشركات كالولايات المتحدة الأمريكية واليابان (Globerman, n.d , p14-16).

والأسواق الثانوية غير المنظمة تتضمن مجموعة من الأسواق الأخرى الفرعية، وهـي كالتالي (الزردي وفرح، 2001، ص124-126):

أ- **السوق الثالث:** وهو يمثل قطاع من السوق غير المنظم، والذي يتكون من بيوت السمـسرة من غير أعضاء البورصة. وتتعامل هذه البيوت مع الأسهم المسجلة في البورصة وتمثـل فـي الواقع أسواق مستمرة، حيث إنها على استعداد تام لتنفيذ عمليات البيع والشراء فـي أي وقـت، وبأي كمية سواء أكانت كبيرة أو صغيرة. والمتعاملين في هذا السوق هم المؤسسات الاستثمارية الكبيرة مثل صناديق الاستثمار وصناديق المعاشات وشركات إدارة المحافظ الاستثمارية والبنوك التجارية التي تدير محافظ الأوراق المالية. وتتميز بيوت السمسرة العاملة في هذا الـسوق عـن غيرها من البيوت ذات العضوية في البورصة، لكون عمولة التداول تخـضع للتفـاوض بـين أطراف التعامل. بالإضافة إلى ذلك شـعور المؤسـسات الاسـتثمارية الكبيـرة بعـدم قـدرة المتخصصين في البورصة على تنفيذ العمليات الكبيرة بالسرعة المطلوبة، إضافة إلى عدم كفاية ما لديهم من رأسمال لمواجهة الأوامر الضخمة.

ب- **السوق الرابع:** وهو يمثل قطاع من السوق غير المنظم وأطراف التعامل فيـه المؤسـسات الاستثمارية الكبيرة والأثرياء، ويتعامل فيه المستثمرون مع بعضهم الـبعض مباشـرة، حيـث يبرمون صفقات بيع وشراء الأوراق المالية بكميات كبيرة، وذلك كإستراتيجية للحد مـن نـسب العمولات التي يدفعونها لبيوت السمسرة. ويتم اللقاء بين البائعين والمشترين من خـلال وسـيط

يعمل لإتمام الصفقة، يساعده في ذلك شبكة قوية من الهواتف وأجهزة الكمبيوتر. ويحصل هـذا الوسيط على نسبة عمولة صغيرة أو مبلغ سنوي مقطوع مقابل تنظيم الصفقة. وتتم الصفقات في السوق بسرعة أكبر ويتوقع المتعاملون الحصول على أفضل سعر من خلال التفاوض المباشـر بدون كشف أسمائهم.

4-2 المتطلبات الأساسية لقيام البورصة:

إقامة البورصة تتطلب ضرورة توفير مجموعة من المرتكزات التـي تـشكل بـدورها المقومات الأساسية لإقامة هذه البورصة وأهمها ما يلي (الزبيدي، 2001، ص139-141):

1. **توفر مناخ استثماري ملائم:** ويقصد بالمناخ الاستثماري أو البيئة الاستثمارية الملائمة تـوفر مجموعة من الأوضاع والظروف السياسية والاجتماعية والاقتصادية والتشريعية المستقرة التـي تؤثر في ثقة المستثمر وتقنعه بتوجيه استثماراته إلى بلد دون غيره.

2. **الوعي الادخاري والاستثماري:** لابد من وجود وعي ادخـاري واسـتثماري بـين أوسـاط الجمهور، فهو يوفر الفرص المتعددة لتدفق المدخرات نحو المشاريع الاقتصادية التنموية. ويمكن قياس هذا الوعي من خلال نمو معدل الشركات المساهمة ورؤوس أموالها وحجم الأسهم المُصدرة وحجم ودائع القطاع الخاص والعائلي وحجم الادخار ونسبته إلى الناتج المحلي الإجمالي [1] .

3. **كثرة عدد الشركات المساهمة وتنوع الأوراق المالية:** لكي تزدهر البورصة يتطلـب ذلـك تأسيس شركات مساهمة عديدة، ووجود أوراق مالية ذات سمات متفاوتة تجذب المـدخرين لهـا، واختيار المناسب منها مما يساعد على اتساع رقعة السوق ونموه.

([1]) الناتج المحلي الإجمالي هو مجموع القيمة النقدية (السوقية) لجميع السلع والخدمات النهائية المنتجة في اقتصاد ما خلال فترة زمنية معينة، عادة ما تكون سنة (الوزني والرفاعي، 2000، ص107).

4. **توفر المؤسسات المالية الوسيطة:** تؤدي هذه المؤسسات سواء المصرفية منها أو غير المصرفية، دوراً هاماً في تعبئة المدخرات المالية وتوجيهها نحو الفرص الاستثمارية المجدية. حيث تقوم هذه المؤسسات بعمليات التسويق والترويج والتغطية للإصدارات الجديدة فضلاً عن قيامها بإدارة المحافظ المالية لصالحها أو لصالح الآخرين. وتتمثل هذه المؤسسات في البنوك التجارية والبنوك المتخصصة وشركات التأمين وصناديق المعاشات والضمان الاجتماعي وصناديق الاستثمار وشركات التمويل والاستثمار وبيوت السمسرة.

5. **هيكل مؤسسي فعال ومتكامل:** ويتمثل هذا الهيكل في وجود هيئة رسمية تنظم وتشرف بصورة كاملة على جميع نشاطات البورصة من حيث إدراج الأوراق المالية وشروط إصدارها وتداولها، وكذلك تأهيل الكوادر والأفراد العاملين في البورصة، وهذا يعني أن هذه الجهة تقوم بكافة الأعمال التي تهدف إلى تطوير وتحقيق أساليب الحماية للمتعاملين في البورصة من خلال منعها لكل التجاوزات، ومتابعة مدى الالتزام بالأنظمة واللوائح والقوانين [(1)] التي تحكم عمل البورصة والتي تضمن لها الاستقرار وتزيد ثقة المستثمرين فيها.

ويمكن إضافة متطلبات أخرى وهي كالتالي (Nittayagasetwat, 1997, p9-11):

6. **التقنيات:** لابد أن يتم مواكبة التقنيات التي تساعد بدرجة كبيرة في تحسين السيولة وتخفيض تكاليف الصفقات وزيادة كفاءة البورصة، مثل تطبيق نظام التداول الالكتروني الذي يعالج أكبر حجم من الصفقات، بالإضافة إلى قدرته على ربط بورصة الدولة بالبعد الإقليمي والدولي للتعرف على الفرص الاستثمارية المتنوعة في تلك البورصات.

([1]) الأنظمة التي تحكم عمل البورصة مثل: نظام الإدراج، ونظام التداول، ونظام الإفصاح، ونظام العضوية، ونظام فض المنازعات، وكل نظام من هذه الأنظمة يشتمل على مجموعة من التعليمات فمثلاً نظام التداول يشتمل على التعليمات المتعلقة بأسلوب البيع على المكشوف، والتمويل بالهامش، وضبط حركة أسعار الأوراق المالية في جلسات التداول وغيرها (الزبيدي، 2001، ص141).

7. **المنافسة:** هي أحد العوامل التي تؤثر حالياً بشكل كبير في البورصات، فمن الضروري سن القوانين التي تشجع إنشاء الشركات المساهمة العامة وتقدم التسهيلات لها، مثل الإعفاءات الجمركية والضريبية. لما لذلك من أثر في زيادة حجم السوق وجذب الاستثمارات الأجنبية.

8. **سلوك البورصة:** من الضروري أن تتصف البورصة بالشفافية والمصداقية عبر توفير المعلومات في الوقت المناسب وبأقل التكاليف، والحد من الإشاعات الكاذبة، والتقليل من التعاملات الداخلية التي تؤثر بشكل كبير على كفاءة البورصة. فالبورصة التي لا تتمتع بالشفافية ستفقد في النهاية ثقة المستثمر. ولابد من الحد من المضاربات وخاصة التي تعتمد على التخمين والتقدير غير العلمي لكون ذلك قد يؤدي بالبورصة إلى الانهيار.

5-2 الأدوات المالية المتداولة في البورصة:

1.5.2 أدوات الملكية:

الأدوات المالية التي تصدرها منشآت الأعمال هي من أهم الأدوات التي يتم تداولها في البورصة وبالذات أدوات الملكية، فهذه الأدوات هي الحقوق المالية التي يمنحها المُصدر للمستثمر مقابل حصوله على التمويل اللازم ويتحمل عائد مدفوع للمستثمر مقابل هذه التضحية. وتكون هذه الأدوات إما على شكل أسهم عادية أو أسهم ممتازة (البنا، 1996، ص45).

1:1:5:2 الأسهم العادية:

السهم العادي هو عبارة عن مستند ملكية يمثل حصة في رأسمال الشركة المساهمة العامة المُصدرة لهذه الأسهم (كراجة وآخرون، 2002، ص89-90).

2:1:5:2 الأسهم الممتازة:

السهم الممتاز هو عبارة عن شهادة ملكية في الشركة، من منظور قانوني وليس عبارة عن أداة مديونية بالرغم من تشابه السهم الممتاز في بعض السمات مع السند، وله قيمة اسمية وقيمة دفترية وقيمة سوقية، مثل الأسهم العادية. فالقيمة الاسمية هي القيمة المدونة على السهم نفسه، أما الدفترية فتتمثل في حاصل قسمة القيمة الاسمية وعلاوة الإصدار للأسهم الممتازة على عدد الأسهم الممتازة المُصدرة، أما القيمة السوقية فهي القيمة التي يباع ويشترى بها السهم الممتاز في البورصة. وفي غالب الأحيان الأسهم الممتازة كالأسهم العادية ليس لها تاريخ استحقاق معين، إلا أن بعض الشركات ينص قانونها الأساسي على منح الإدارة الحق في استدعاء هذه الأسهم الممتازة في تاريخ لاحق. كما أن حامل السهم الممتاز لا يحق له الحصول على نسبة من الاحتياطات والأرباح المحتجزة (Curran, 1988, p460-461).

1:2:1:5:2 مزايا الاستثمار في الأسهم الممتازة:

حملة الأسهم الممتازة في الشركة المساهمة العامة يتمتعون بمجموعة من المزايا والحقوق المتعددة، وهذه الحقوق كالتالي (حنفي، 2002، ص479):

1. أنها تحقق للمستثمر معدل عائد شبه مستقر.
2. أنها تعطي الأولوية في الحصول على القيمة عند التصفية بالمقارنة بحملة الأسهم العادية.

2:2:1:5:2 مخاطر الاستثمار في الأسهم الممتازة:

حملة الأسهم الممتازة الصادرة عن القطاع الخاص قد يتعرضون لمجموعة من المخاطر، وهي كالتالي (حنفي، 2002، ص479-480):

1. أن معدل العائد محدد مسبقاً بصرف النظر عن صافي الدخل.

2. أن التقلب في سعر السهم الممتاز أكبر من التقلب في سعر السند، ولكن معدل العائد في السندات غالباً ما يكون أقل.

3. لا يوجد التزام قانوني لدفع العائد للسهم الممتاز في بعض الأحيان، حيث يتوقف ذلك على تواجد صافي الدخل، وقرار بإجراء التوزيعات، وتوافر السيولة الكافية لأداء التوزيعات. حيث أن التأخير أو عدم إجراء التوزيعات على هذه الأسهم لن يؤدي إلى تصفية الشركة.

3:2:1:5:2 أنواع تقليدية من الأسهم الممتازة:

يوجد للأسهم الممتازة التقليدية أنواع مختلفة وهي كالتالي (حماد، 2000، ص22-23):

1. **الأسهم الممتازة المجمعة للأرباح وغير المجمعة للأرباح:** تعني الأسهم الممتازة المجمعة للأرباح أن عدم كفاية الأرباح في سنة ما لا يؤدي إلى سقوط حق حملة الأسهم الممتازة في الحصول على نصيبهم من الأرباح، وإنما ترحل لهم وتجمع مع المستحق في السنة المالية التالية وبالتالي يحصل حملة الأسهم الممتازة على الأرباح المجمعة معاً، وإذا لم تكفي تجمع على أرباح السنة التالية وهكذا. أما الأسهم غير المجمعة للأرباح فتعني أن عدم كفاية الأرباح لإجراء التوزيعات المستحقة على حملة الأسهم الممتازة يؤدي إلى سقوط حق المطالبة بها.

2. **الأسهم الممتازة المشاركة في الأرباح وغير المشاركة في الأرباح:** الأسهم الممتازة المشاركة في الأرباح عادة يتم تحديد حد أدنى لها بمعدل معين لأرباحها السنوية مع مشاركتها في الأرباح إذا كانت معدلاتها أكبر من الحد الأدنى، بينما يستحق للأسهم الممتازة غير المشاركة في الأرباح توزيعات أرباح سنوية ثابتة بصرف النظر عن الأرباح التي تحققها الشركة.

3. **الأسهم الممتازة القابلة للاستدعاء:** هي الأسهم التي يحق للشركة ردها، بالرغم من عدم وجود تاريخ استحقاق للأسهم الممتازة كالسندات، ويتم الرد بأحد الطرق التالية:

أ- الشراء من البورصة.

ب- استدعاء الأسهم وفقاً لنص صريح في عقد الإصدار (نشرة الاكتتاب).

ج- تكوين صندوق خاص لإطفاء الأسهم الممتازة.

والشركة المُصدرة تقوم في حالة استدعاء الأسهم الممتازة بدفع علاوة إضافية على القيمة الاسمية للأسهم تسمى بعلاوة الاستدعاء. وعادة ما يحدد لهذا النوع من الأسهم ربح سنوي ثابت وتكون مجمعة للأرباح (كراجة وآخرون، 2002، ص94).

ونستخلص مما سبق أن الأسهم الممتازة في حال ما أدرجت في سوق فلسطين للأوراق المالية فأنها سيكون لها أثر إيجابي في تنشيط السوق من خلال تحقيق التنويع الاستثماري الذي يطمح الكثير من المتعاملين للاستفادة من مزاياه، ويحقق للبورصة التنشيط من خلال ازدياد عدد أوامر البيع والشراء، وضمان تدفقها باستمرار خلال جلسات التداول، وما يصاحب ذلك من ارتفاع في حجم الصفقات المبرمة، وأيضاً تخفيض درجة تركز التداول على أسهم بعض الشركات المدرجة، والتخفيف من حدة التقلبات السعرية، وبذلك تستطيع سوق فلسطين للأوراق المالية الحد من السمات السلبية الناجمة عن اقتصار التعامل فيها على الأسهم العادية وغياب منتجات الهندسة المالية عبر إضافة منتجات جديدة ذات جودة عالية تتناسب مع رغبات المستثمرين وتحقق للسوق أهدافها ويكون لها أثر في تنشيط جميع الشركات المدرجة في السوق والتي تمثل القطاعات الاقتصادية الرئيسية، وهذا ما تعكسه نتائج الاستبانة ونتائج مؤشرات الأسواق المالية.

2.5.2 أدوات الدين:

هي السندات، والسند عبارة عن قرض يمثل ديناً على الجهة المُصدرة له سواء كانت شركة أو حكومة. وعندما يشتري مستثمر ما سنداً، فهو بذلك يكون قد وافق على إقراض مبلغ معين من المال لإحدى الشركات أو للحكومة. وفي مقابل ذلك يوافق المُصدر على رد هذا المبلغ وهو مبلغ القرض الأصلي عند حلول موعد الاستحقاق، إلى جانب دفعه لمبلغ محدد من العائد في مواعيد ثابتة كل ثلاثة أو ستة أشهر أو سنة. وهذا العائد (الفائدة) نظير استخدام الشركة المُصدرة أو الحكومة لأموال المستثمر، خلال حياة السند وحتى تاريخ الاستحقاق المتفق عليه (الجمعية المصرية للأوراق المالية، 2005-أ، ص8-9).

حامل السند ليس له حقوق في أي جزء من أجزاء الشركة كالمساهمين، وقد يطلق على السندات مسمى السندات المالية أو الأوراق المالية ذات الدخل الثابت وأصل الاسم أنه في وقت شراء السند يكون حامل السند لديه معلومات عن قيمة الفوائد وتواريخ استحقاقها (الدفعات) وموعد استحقاق القيمة الاسمية للسند. وفي غالبية السندات توجد مجموعة من البيانات التي لابد من أن تكون موضحة في شهادة ملكية السند وهي كالتالي (Investor Guide, 2005):

1. **تاريخ الاستحقاق:** حيث يحدد التاريخ الواجب قيام الجهة المُصدرة فيه بسداد القيمة الاسمية للسند، وغالباً ما تكون القيمة الاسمية للسند 1,000$ وهي التي تحسب عليها الفائدة.
2. **نسبة الفائدة:** وهي معدل الفائدة على قيمة السند، وقد تكون ثابتة أو متغيرة وذلك راجع للجهة المُصدرة.
3. **جدول دفع الفوائد:** وفي الغالب تقوم الجهة المُصدرة بدفع الفوائد لحاملي السندات بصورة نصف سنوية أو سنوية.

وليس هناك ما يضمن أن يصدر السند بالقيمة الاسمية [1] . فقد يصدر بقيمته الاسمية أو بخصم إصدار وفي هذه الحالة يزيد عدد المشترين للسندات، للفائدة المتحققة لهم والمتمثلة في احتساب الفوائد على القيمة الاسمية والتي تزيد عن قيمة الإصدار، بالإضافة إلى استرجاع القيمة الاسمية في تاريخ الاستحقاق أي أكثر من المبلغ المستثمر. وقد يصدر بعلاوة إصدار.

ويوجد للسندات سوق أولي ويختص بالإصدارات الأولية من السندات الحكومية أو الخاصة، ثم يتم تداولها ونقل ملكيتها بين حاملي السندات والمستثمرين من خلال السوق الثانوي، والذي يخضع فيه السعر لقوى العرض والطلب ومعدلات الفائدة والتضخم، وعدد الدفعات المتبقية من الفوائد، والفترة المتبقية لاستحقاق قيمة السندات.

1:2:5:2 مزايا الاستثمار في السندات:

حملة السندات يتمتعون بمجموعة من المزايا المختلفة، وهي كالتالي (بورصتي القاهرة والإسكندرية، 2005-أ، ص10-11):

1. **تخفيض المخاطرة بالتنويع:** يفضل غالبية المستثمرين أن يكون لديهم محفظة استثمارية متنوعة لتقليل نسبة المخاطر وتتكون هذه المحفظة من سندات وأسهم وودائع مصرفية ممثلة بنسب مئوية متفاوتة في المحفظة.
2. **الدخل الدوري:** إن السندات لها دخل يمكن توقعه (هو عبارة عن العائد الدوري أو الكوبون بالإضافة إلى رد القيمة الاسمية للسند في تاريخ الاستحقاق).

([1]) يكون الاكتتاب بالسند بالقيمة الاسمية عندما يسود الاعتقاد بين جمهور المتعاملين في البورصة، بأن معدل الكوبون "الفائدة" المستحقة على السند تتناسب مع حجم المخاطر التي يتعرض لها الاستثمار في تلك السندات، أما إذا ساد الاعتقاد بين الجمهور بكون معدل الكوبون أقل من مثيله على سندات أخرى في نفس المستوى من المخاطر، فسوف يباع السند بخصم على قيمته الاسمية، وذلك كنوع من التعويض للمستثمر. أما إذا كان معدل الكوبون للسند أعلى من مثيله لسندات على نفس المستوى من المخاطر، فسوف يباع السند بقيمة أعلى من قيمته الاسمية، وذلك كنوع من التعويض للشركة المُصدرة للسند (بني هاني، 2002، ص153-154).

3. **أداة استثمار آمنة:** يتم قياس جودة السندات وفقاً لمركز الملاءة الائتمانية للجهـة المُـصدرة. وتعرف الملاءة الائتمانية بقدرة الشركة مُصدرة السندات على الوفاء بالتزاماتها الماليـة. وكلمـا كانت المقدرة الائتمانية للمُصدر أعلى كلما كان الاستثمار أكثر أماناً وأقل في العائد.

4. **العائد المناسب:** يمكن أن يختار البعض الاستثمار في سندات الشركات نظراً لما تقدمه مـن عائد أكبر بالمقارنة مع السندات الحكومية. وعادة ما يصاحب العائد الأكبر مخاطر أكبر لأنه من المفترض أن الجهات غير الحكومية ليست لها نفس الجدارة الائتمانية التي تكون لـدى الجهـات الحكومية.

2:2:5:2 مخاطر الاستثمار في السندات:

حملة السندات الصادرة عن القطاع العام أو القطاع الخاص قد يتعرضون لمجموعة من المخاطر، وهي كالتالي (حنفي، 2004، ص444):

1. **مخاطر ائتمانية:** هي المخاطر التي تنتج عن عدم قدرة المُصدر على السداد.

2. **مخاطر الاسترداد:** وهي المخاطر المرتبطة بعدم القدرة على استرداد قيمة السند في الوقت المحدد.

3. **مخاطر السعر:** وهي المخاطر الناتجة عن تغير أو انحراف الأسعار بسبب تغيرات في أوضاع البورصة وأسعار الفائدة، ويقوم المستثمر بتقدير تلك المخاطر قبل شراء السند.

4. **مخاطر السيولة:** ويقصد بها مدى قابلية السندات للبيع في البورصة وتظهر في حالة تقلب أحوال البورصة وانسحاب صناع البورصة.

5. **مخاطر النقد الأجنبي:** وهي المخاطر المرتبطة بتقلبات أسعار الصرف في حالة الاستثمار في السندات الصادرة بالعملات الأجنبية.

3:2:5:2 تصنيفات السندات:

السندات لها عدة تصنيفات، كالتالي:

1:3:2:5:2 *التصنيف حسب جهة الإصدار* (Reilly & Brown, 2000, p506-507):

1. **السندات الحكومية:** ويطلق عليها أيضاً السندات العامة أو سندات الخزانة وهي تصدر بغرض تمويل الإنفاق الحكومي من واقع الموازنة العامة [1] ، وقد تكون صادرة عن الحكومة المركزية (وزارة المالية جهة الإصدار والبنك المركزي يقوم بالتسويق للمستثمرين)، أو صادرة عن حكومات الولايات أو مجالس البلديات بهدف تمويل أنشطتها المحلية داخل الحدود الجغرافية، أو صادرة عن المؤسسات الحكومية الأخرى كالجامعات والمستشفيات، وأقوى هذه الأنواع السندات الصادرة عن الحكومة المركزية لنفوذها الواسع ومقدرتها على سن القوانين المتعلقة بتحصيل الضرائب وصك النقود وغيرها، فهامش المخاطرة في هذا النوع يكاد يكون معدوم.

والسندات الحكومية تتمتع بمجموعة من الخصائص التي تميزها عن غيرها وهي كما يلي (التميمي وسلام، 2004، ص97):

أ- ذات مخاطر منخفضة جداً تكاد تكون معدومة لأنها مضمونة بسلطة الحكومة.

ب- ذات قابلية تسويقية عالية أي أنها ذات سيولة مرتفعة ويمكن التخلص منها بدون خسائر تذكر.

ج- تتمتع الفوائد المدفوعة بالإعفاء الضريبي.

د- ذات كوبون منخفض بسبب الأمان العالي والإعفاء الضريبي.

([1]) إصدار الدين المحلي من خلال طرح سندات للاكتتاب العام كان بسبب العجز الحكومي، الذي يؤدي بدوره إلى تغير في صافي الأصول الحكومية. ولكن هذا الإصدار لا يغطي كافة العجز المالي ولذلك تلجأ الحكومات إلى طلب التمويل الأجنبي وتطبيق السياسة النقدية وتوفير التمويل عبر التخلص من بعض الأصول الحكومية عبر بوابة الخصخصة. أو الاعتماد على المصادر المحلية والأجنبية في توفير التمويل اللازم، مما يترتب عليه مجموعة من الالتزامات. ولكن عملية اتخاذ قرار التمويل المناسب سواء محلي أو أجنبي يخضع لمجموعة من الاعتبارات والمعايير ومن أهمها دارسة التكلفة (أسعار الفائدة)، وهيكل الاستحقاق، والمخاطر المحيطة بالبدائل. ولكن غالبية الدول النامية تلجأ للاقتراض الأجنبي بسبب انخفاض أسعار الفائدة وفترة الاستحقاق طويلة الأجل.بالإضافة إلى كون الاقتراض عبر إصدار سندات دولية يوفر للدولة فائض من العملات الأجنبية يمكن استغلالها في عمليات الاستيراد، ويعيب الاقتراض الأجنبي احتمالية تذبذب سعر صرف العملة المحلية مقابل العملة الأجنبية. مما يعني زيادة تكلفة الاقتراض الأجنبي بسبب انخفاض سعر صرف العملة المحلية مقابل الأجنبية (Christensen, 2004, p4-5).

2. **سندات شركات الأعمال:** ويطلق عليها أيضاً السندات الخاصة وهي تصدر عن الشركات بهدف توفير الاحتياجات التمويلية الخاصة بالتوسع أو اقتناء الأصول الإنتاجية. وهي أدوات مديونية طويلة الأجل تصدر بكميات معينة وبقيم معقولة لكي يستطيع الأشخاص الطبيعيين ومنشآت الأعمال الاكتتاب فيها. والسندات تختلف عن أنواع الديون الأخرى مثل القروض المصرفية والأوراق التجارية، حيث أن الشركة في بعض أنواع السندات تضع أصولها كضمان للوفاء بهذه الالتزامات. فهي تلتزم لعدد معين من المقرضين من الأفراد والمؤسسات، فلذلك تسعى لتقليل هامش المخاطرة التي يتعرض لها هؤلاء المستثمرين من خلال الرهونات بعكس لو كانت مقترضة من جهة واحدة. وفي العادة تدفع الفائدة على السندات كل ستة شهور، بالرغم من أن بعض السندات المُصدرة تدفع فوائدها بشكل شهري أو في نهاية كل سنة.

2:3:2:5:2 ***التصنيف حسب تاريخ الاستحقاق*** (Reilly & Brown, 2000, p507) :

1. **الإصدارات قصيرة الأجل:** يكون تاريخ استحقاق السند سنة أو اقل. وهذه الإصدارات تتداول في أسواق النقد ويطلق عليها أذونات الخزانة.
2. **الإصدارات متوسطة الأجل:** يكون تاريخ استحقاق السند من سنة إلى عشر سنوات، ويطلق عليها كمبيالات الخزانة.
3. **الإصدارات طويلة الأجل:** وهي التي يتجاوز تاريخ استحقاقها العشر سنوات، ويطلق عليها السندات.

في التسعينات من القرن العشرين واجهت أسواق رأس المال نمواً سريعاً في مختلف دول العالم، وأصبحت هذه الأسواق أكثر تكاملاً وارتباطاً بفعل ثورة تكنولوجيا المعلومات وتقنيات الاتصالات الحديثة والبيئة التنظيمية المتطورة وغيرها من المتغيرات. وهذا أثر بشكل

تلقائي على نمو أسواق السندات المحلية ومشاركة الحكومات في أسواق رأس المال الدولية. ولكن في بعض الأحيان كانت هناك مغالاة من بعض الحكومات في إصدار السندات المحلية أو الأجنبية، حيث إن هذه الإصدارات لم تكن مبنية على أسس سليمة تعكس النمو والاستقرار الاقتصادي، مما أدى إلى هبوط في أسعار هذه السندات بفعل انخفاض الأمان، فالكثير من الحكومات لم يتوافر لها السيولة الكافية لسداد فوائد السندات الدورية، وسداد القيمة الاسمية لهذه السندات في تواريخ استحقاقها. مما أدى إلى حدوث أزمات مالية وبالذات في الأسواق الناشئة، ومنها حدوث هبوط حاد في مؤشرات البورصات لبعض الدول وحدوث تذبذبات حادة في أسعار صرف العملات المحلية مقابل العملات الأجنبية (Clsessens & Other, 2003, p1-2).

من الملاحظ أن بورصة السندات في بعض الدول وبالذات المتعلقة بالشركات تلقى إقبال شعبي كبير من قبل المستثمرين أكثر من بورصات الأسهم، حيث أن رأس المال جبان يهدف إلى التقليل من المخاطرة المتزايدة الناتجة عن الاستثمار في الأسهم، من خلال التوجه نحو الاستثمار في السندات، فلذلك السندات الصادرة عن الحكومة والشركات تلعب دوراً حيوياً في جذب المدخرات لاستغلال الفرص الاستثمارية المتاحة (Raju & Others, 2004, p2).

حيث بدأت الاقتصاديات الناشئة حديثاً في الاهتمام ببورصة السندات، فإصدار السندات الحكومية وسندات الشركات يحققان مجموعة من الأهداف المؤثرة في أداء هذه الاقتصاديات هي كما يلي (African Stock Exchanges Association, 2005, p2-4):

1. تحسين عنصر المنافسة مع البنوك، وخلق سوق إقراض نشيط.
2. توفير مصدر تمويل إضافي بالاقتراض.
3. تفادي مشكلة التضخم.

4. تطوير سوق رأس المال المحلي، عبر خلق بيئة مالية متطورة.

5. جذب الاستثمارات الأجنبية.

ولابد من إتباع مجموعة من السياسات المدروسة التي تهدف إلى تطوير سوق السندات، وهي كالتالي:

1. زيادة عمق السوق وشفافيته.

2. سن الأنظمة والقوانين الخاصة بتداول السندات، ونشر معلومات عنها باستمرار تتمثل في أسعار الفوائد والطلب والعرض.

3. تحسين بنية السوق التحتية مثل شبكة الاتصالات والمرافق العامة.

4. تشجيع المستثمر المحلي على توظيف أمواله في هذه الأداة الاستثمارية.

فالسندات تعتبر من الوسائل الهامة جداً في السياسة المالية والسياسة النقدية، فوزارة المالية تعتمد على السندات في تمويل احتياجاتها التمويلية متوسطة وطويلة الأجل لسد العجز المتراكم في حجم الإنفاق العام ولتقليل تكلفة الدين العام، بالإضافة إلى كون السندات الحكومية تعتبر مهمة في تسعير السندات المُصدرة عن الشركات. ولكي تحقق سوق السندات الغايات الاقتصادية المرجوة من نشأتها لابد وضع قانون تشريعي ينظم إصدار السندات ويتعامل مع ظاهرة الإفلاس، لاستبعاد الشركات ذات الوضع المالي السيئ من سوق إصدار السندات [1] للحفاظ على استقرار ونمو سوق رأس المال (Roll & Hassan, n.d , p20).

([1]) لابد من وجود مؤسسات تقييم يناط بها مهمة تصنيف إصدارات الشركات من السندات، لكون ذلك مدخل لنجاح عملية الاكتتاب. حيث يتم التصنيف على أساس تقدير مدى إمكانية قدرة الشركة المُصدرة على سداد الالتزامات، حيث تركز مؤسسات التقييم مثل مؤسسة ستاندرد آند بورز ومؤسسة مودز على قياس مدى احتمالية تعثر الشركة في الوفاء بهذه الالتزامات وما هي الضمانات المقدمة لحماية المقرضين في حالة التعثر في السداد، ويمكن أن تتغير رتبة السند مع تغير المركز المالي للمُصدر بالتحسن أو الضعف، وتعد التقييمات الصادرة عن تلك المؤسسات بمثابة دليل معترف به في أسواق الائتمان (حنفي، 2004، ص440).

ونستخلص مما سبق أن السندات الحكومية والخاصة في حال ما أدرجت في سوق فلسطين للأوراق المالية فأنها سيكون لها أثر إيجابي في تنشيط السوق من خلال تحقيق التنويع الاستثماري الذي يطمح الكثير من المتعاملين للاستفادة من مزاياه، وينشط أداء البورصة من خلال ارتفاع عدد أوامر البيع والشراء، وتكرار تدفقها خلال جلسات التداول، وزيادة حجم الصفقات المبرمة، وتخفيض درجة تركز التداول على أسهم بعض الشركات المدرجة، والتخفيف من حدة التقلبات السعرية، وبذلك تستطيع سوق فلسطين للأوراق المالية الحد من السمات السلبية الناجمة عن اقتصار التعامل فيها على الأسهم العادية وغياب منتجات الهندسة المالية، عبر إضافة منتجات جديدة ذات جودة عالية تتناسب مع رغبات المستثمرين وتحقق للسوق أهدافها. ويكون لها أثر في تنشيط جميع الشركات المدرجة في السوق والتي تمثل القطاعات الاقتصادية الرئيسية، وأيضاً تضيف السندات الحكومية ميزة نوعية للقطاع العام من خلال توفير مصدر للتمويل طويل الأجل بخلاف القروض المصرفية مرتفعة التكلفة، وهذا ما تعكسه نتائج الاستبانة ونتائج مؤشرات الأسواق المالية.

2-6 سوق فلسطين للأوراق المالية:

1.6.2 نشأة سوق فلسطين للأوراق المالية:

بعد إنشاء السلطة الوطنية الفلسطينية وبعد انطلاق عدد من الشركات المساهمة العامة الكبيرة إلى حيز الوجود، وعلى ضوء الدراسات التي تم إعدادها، فقد تم في العام 1995 تأسيس سوق فلسطين للأوراق المالية كشركة مساهمة خصوصية والتي كانت شركة فلسطين للتنمية والاستثمار (باديكو) ومؤسسة صامد من المستثمرين الرئيسيين فيها وما إن تم الحصول على موافقة السلطة الوطنية الفلسطينية على إنشاء السوق حتى بدأت الجهود تنصب لإنشاء سوق كفؤة

تعتمد أحدث أنظمة التداول والإيداع الإلكترونية التي تم شراؤها من كندا لتكون أول سوق رأس مال عربية تنفذ جميع عمليات التداول والتسوية إلكترونياً. ومع حلول شهر أغسطس من العام 1996، أصبحت السوق جاهزة للعمل حيث تم في السابع من شهر نوفمبر من نفس العام توقيع اتفاقية تشغيل مع وزارة المالية الفلسطينية. وفي الثامن عشر من شهر فبراير عام 1997 عقدت أول جلسة تداول في تاريخ السوق (سوق فلسطين للأوراق المالية، 2006-ب).

2.6.2 الغاية المرجوة من تأسيس سوق فلسطين للأوراق المالية:

إن الحاجة الماسة لتطوير الاقتصاد الوطني والارتقاء به إلى آفاق جديدة وواعدة، جعلت فكرة إنشاء سوق فلسطين للأوراق المالية تتبلور لتكون حجر الأساس لسوق رأس المال في فلسطين. ونظراً لما يتمتع به الشعب العربي الفلسطيني من خصوصية في وجود نسبة عالية منه خارج الوطن، ونظراً لتركز معظم الثروات الشخصية في الخارج، كان لفلسطين وضع خاص وحاجة ملحة لخلق سوق رأس مال ثانوي لتسهيل تدفق الاستثمارات طويلة الأجل للاقتصاد الفلسطيني، والعمل على جعل هذا التدفق أكبر ما يمكن. وفي ظل الصعوبات التي يواجهها الفلسطينيون في المهجر والشتات في عدم القدرة على إدارة الاستثمارات داخل فلسطين بشكل نشط وفعال، فإن تأسيس الشركات المساهمة العامة شكل فرصة لرؤوس الأموال للحصول على عوائد استثمارية مجزية وفي الوقت ذاته عدم الحاجة للانخراط اليومي في إدارة هذه الشركات.

حيث إن فلسطين بحاجة وربما أكثر من أي اقتصاد آخر، إلى ترسيخ مفهوم الشركات المساهمة العامة لتوسيع قاعدة المستثمرين ولحمايتهم ولتعزيز قدرتهم على حشد التمويل من الجمهور ولتداول أسهمهم في ظروف ملائمة تتمتع بالكفاءة وتتسم بالشفافية وعلى قدرٍ عالٍ من السيولة. وعليه، فقد برزت الحاجة لإقامة سوق رأس مال على درجة عالية من التنظيم مع

وجود وسطاء أكفاء للربط بين رؤوس الأموال الساعية إلى تحقيق عوائد استثمارية مجزية وبين الشركات ذات المشاريع الاستثمارية وذات العوائد المجزية والتي تحتاج إلى تمويل.

فخلق سوق رأس مال كفؤ من شأنه أن يعمل على زيادة وتنشيط تدفقات رأس المال من خلال توفير عدة آليات تمويل طويلة الأجل للشركات المساهمة الأمر الذي يساهم في تقليل تكاليفها التمويلية وتنويع مخاطرها مما يؤدي إلى رفع كفاءة وإنتاجية الاقتصاد الفلسطيني ككل (سوق فلسطين للأوراق المالية، 2006-ج).

3.6.2 أهداف سوق فلسطين للأوراق المالية:

السوق الثانوي المنظم الفلسطيني يسعى إلى تحقيق العديد من الأهداف من أهمها ما يلي (سوق فلسطين للأوراق المالية، 2006-د):

1. توفير أنظمة تداول ورقابة وتسوية وتحويل ونقل لملكية الأوراق المالية تكفل السرعة والدقة في إنجاز صفقات البيع والشراء وسلامة التعامل بالأوراق المالية وتيسير اكتشاف الأسعار الحقيقية لها من خلال تعزيز عوامل العرض والطلب.
2. وضع أسس لتداول وإيصال المعلومات بصورة تضمن العدالة والتساوي بين جميع المتعاملين بالأوراق المالية بغض النظر عن موقعهم الجغرافي مما يوفر لجميع المستثمرين فرصاً متكافئة في الربح والخسارة.
3. توفير أكبر قدر من الاستقرار في حركة الأسعار بحيث يتم صعود وهبوط أسعار الأوراق المالية بشكل منتظم وتدريجي.

4. توفير انتشار واسع ودقيق للمعلومات المطلوبة وإيصالها بالسرعة اللازمة وذلك ليتسنى للمستثمر اتخاذ القرار المناسب.

5. حماية المستثمرين من كافة أشكال التلاعب والاحتيال.

6. تطوير خدمات السوق عن طريق تطوير أساليب ووسائل جديدة للتعامل بالأوراق المالية ومن خلال استقطاب المعلومات والابتكارات التقنية والخبرات في هذا المجال.

2-7 البورصات الناشئة:

1.7.2 تعريف البورصات الناشئة:

هي البورصات الصاعدة والعاملة في الدول النامية والتي صعد بعضها من المستوى الاقتصادي الضعيف إلى مستويات اقتصادية متقدمة بفعل تبني مجموعة من الخطط والبرامج الهادفة إلى النمو الاقتصادي، ولكن بدرجات لا تضاهي البورصات المتقدمة ولكنها تعتبر نقلة نوعية (Mody, 2004, p14-15).

2.7.2 حدثيات تطور البورصات الناشئة:

البورصات الناشئة أصبحت تمثل فرصاً استثمارية ممتازة وعوامل جذب هامة لرؤوس الأموال المحلية والأجنبية في تلك الدول. مما ساعد على تركيز الاهتمام بهذه البورصات خاصة بورصات الدول التي استطاعت أن تزيل العقبات القانونية والمالية وسنت القوانين واللوائح التي تسهل من عملية اجتذاب رؤوس الأموال الخارجية لتعزيز العملية الاستثمارية ولزيادة المدخرات المحلية وتوجيهها نحو الاستثمارات المجزية مالياً واقتصادياً.

حيث أن القطاع العام والقطاع الخاص في تلك الدول فهم ووعي أنه بدون البورصات ذات الكفاءة العالية لا تستطيع الدولة الحصول على الموارد المالية التي تحتاجها لتطوير الأنشطة الاستثمارية.

ففرصة التطوير متاحة أمامها حيث أن عرض المدخرات في الدول المتقدمة يفوق الزيادة في فرص الاستثمار المتاحة في تلك الدول، وتمشياً مع مبدأ تنويع الاستثمارات لتقليل مخاطر تقلب العملات وتدني الإنجازات الاقتصادية في الدول المتقدمة وطمعاً في مردود أعلى على الاستثمارات، فقد بدأ المستثمرين في تلك الدول بالتطلع إلى استغلال الفرص المتاحة للاستثمار في البورصات الناشئة (غرايبه وخوري، 1994، ص425-427).

وهناك تسارع من قبل المسئولين عن إدارة البورصات الناشئة نحو اقتناء ابتكارات التكنولوجيا المتعلقة بالاتصال ونظم التداول والتسوية والمقاصة لما لها من أثر في زيادة حجم التداول وتوفير السيولة في ظل عولمة السوق.

وخير شاهد على هذا التحول والتغير أن البورصات الناشئة التي كانت تعمل في السابق بدول ضعيفة اقتصادياً، أصبحت تحرز اليوم تقدم ملحوظاً في مجـال تأسـيس البنيـة التحتيـة المتعلقة بالجانب المؤسساتي أو الجانب التنظيمي المتعلق بتطوير النظم والتعليمـات. فرسـملة البورصة وحجم التداول ارتفع بشكل ملحوظ خلال السنوات الخمس عشر الأخيرة.

فرسملة بورصات العالم ارتفعت بنسبة 683.7% تقريباً بين عامي (1983-1998)، أما بورصات الولايات المتحدة الأمريكية فقد ارتفعت بنسبة 581% تقريباً، ولكن نـسبة الارتفـاع المثيرة للانتباه كانت في البورصات الناشئة (الصاعدة) حيث ارتفعت بنسبة 2198.8% تقريباً.

إلى جانب ذلك حدث ارتفاع في حجم التداول مما يعكس ارتفاع السيولة في البورصات العالمية، فقد ارتفع حجم التداول العالمي بنسبة 1762.7% تقريباً بين عامي (1983-1998)، وفي الولايات المتحدة الأمريكية فقد ارتفع بنسبة 1549.8% تقريباً، أما البورصات الناشئة فقد ارتفع فيها حجم التداول بنسبة 7728% تقريباً، فتحسن بذلك اتساع وعمق وسيولة البورصات (Aggarwal, 2001, p2-3). والجدول رقم (1) يوضح ذلك:

الجدول رقم (1)

رسملة البورصة وحجم التداول

السنة	رسملة البورصة (بليون$)			حجم التداول (بليون$)		
	العالمية	الأمريكية	الناشئة	العالمية	الأمريكية	الناشئة
1983	3,384	1,898	83	1,228	797	25
1986	6,513	2,637	135	3,574	1,796	78
1989	11,713	3,506	755	7,468	2,016	1,170
1992	10,922	4,485	1,000	4,783	2,082	631
1995	17,782	6,858	1,940	10,216	509	1,047
1998	26,520	12,926	1,908	22.874	13,149	1,957
نسبة الارتفاع (1983-1998)	%683.7	%581	%2198.8	%1762.7	%1549.8	%7728

Source: (Aggarwal, 2001, p3)

فنمو البورصات الناشئة لم يكن وليد الصدفة بل سببه عدة عوامل هي كالتالي:

1. خصخصة الشركات.
2. زيادة قاعدة الاستثمار الخارجي (الأجنبي) والمحلي.
3. نظم التسوية والمقاصة أصبحت أكثر كفاءة.
4. زيادة عدد المُصدرون للأوراق المالية في هذه البورصات.
5. تنوع الأوراق المالية التي تطرحها الشركات.
6. تحسين الإطار التنظيمي المتمثل في إصدار قوانين للأوراق المالية تتناسب مع البيئة العالمية.
7. استقلال الهيئات المشرفة على البورصة والمنظمة لها.

وهذه العوامل مجتمعة تضمن لهذه البورصات المنافسة على المستوى العالمي، في ظـل ظهور التكتلات الاقتصادية الإقليمية والقارية والعالمية.

3.7.2 سمات ضعف البورصات العربية:

البورصات العربية والتي يقتصر التعامل في أغلبها على عدد محدود من الأوراق المالية تتضمن الأسهم العادية والسندات، تعاني من السلبيات التالية (المنذري، 2001):

4. **ضآلة حجم السوق:** تتميز البورصات العربية بضيق نطاق البورصة مـن حيـث الـنقص الشديد في **العرض** الذي يقاس بعدد الشركات **والطلب** الذي يتمثل في عدد وحجم أوامر الشراء.

5. **ارتفاع درجة تركز التداول:** ويقصد بها نسبة تداول الأسهم النـشطة إلـى إجمـالي حجـم التداول، وتعانى كافة البورصات العربية من هذه المشكلة التي تعكس صغر عدد الأسـهم ذات الجاذبية، ويشير الخبراء إلى سببين رئيسيين يعزى لهما ارتفاع درجة التركيز هما:

أ. احتفاظ بعض كبار المستثمرين بأسهم الشركات الواعدة.

ب. انخفاض جودة غالبية الأسهم المدرجة.

3. **ضعف الفرص المتاحة للتنويع:** تتسم جميع البورصات العربيـة شـأنها فـي ذلـك شـأن البورصات الصغيرة بضعف الفرص المتاحة للمستثمر لتنويع محفظة أوراقه المالية، وهذه السمة المشتركة تضع قيوداً على إستراتيجيات الاستثمار سواء للمستثمر الفردي أو المؤسساتي.

4. **ضعف السيولة:** تؤدى سوق الأوراق المالية - عموماً - وظيفتها في التخـصيص الكـفء للموارد من خلال نظام الحوافز والعقوبات، حيث يزداد التعامل على أسهم الـشركات الناجحـة

وترتفع قيمتها السوقية، والعكس صحيح بالنسبة للشركات غير الناجحة، ويمكن رصد ما تتمتع به البورصات العربية من ضعف في سيولتها من خلال انخفاض عدد العمليات التي تبرم يومياً، وعدد أيام التداول في السنة.

5. **التقلبات الشديدة في الأسعار:** من الخصائص الأساسية التي تميز البورصات العربية في الوقت الحاضر شدة التقلبات في حركة الأسعار، وفي معظم البورصات العربية هناك هامش مسموح به لمدى تغير السعر اليومي للورقة المالية المتداولة يتراوح بين 7 و 10% في بورصة الكويت مثلاً و3% في سوق فلسطين للأوراق المالية.

وأيضاً من أبرز أسباب حدوث التقلبات الحادة في أسعار الأوراق المالية، ارتفاع القيمة السوقية للأسهم بنسب أعلى من القيمة الحقيقية (القيمة العادلة) لهذه الأسهم، حيث أنه عقد اجتماع بين مجموعة من الاقتصاديين والمستثمرين الفلسطينيين وأجمع فريق منهم على أن الهبوط الحاصل في سوق فلسطين للأوراق المالية ناجم عن تصحيح خلل تمثل بزيادة غير حقيقية في أسعار الأسهم العادية سجل خلال عام 2005. بينما الفريق الآخر رجح سبب الهبوط للأوضاع السياسية التي سادت وتسود مناطق السلطة الوطنية الفلسطينية، ولم يتجاهل مع ذلك هذا الفريق عملية تصحيح الخلل السعري الناتجة عن ابتعاد القيمة السوقية للأسهم عن قيمتها العادلة والتي لا تعكسها حقيقة وضع الشركات (جريدة الأيام، 2006، ص13).

8-2 مؤشرات الأسواق المالية:

اشتمل التحليل الكمي المقارن على مقارنة أداء سوق فلسطين للأوراق المالية مع أداء بعض البورصات الناشئة العاملة في القارات الخمس وهي: أمريكا الشمالية وأمريكا الجنوبية وأوربا وأفريقيا وأسيا. حيث أخذ بعين الاعتبار أن تمثل كل قارة في عينة المقارنة لما لذلك من أثر في استخراج نسب أكثر منطقية، فالبيئة الاستثمارية السائدة في كل قارة تختلف إلى حدٍ ما عن البيئة الاستثمارية السائدة في القارات الأخرى، وتم الاعتماد على معيار مدى توفر المعلومات عند اختيار البورصات الناشئة. وقد قسمت المقارنة إلى فترتين هما:

1. **الفترة الممتدة من (1997-2000):** وهي السابقة لعمليات الاحتلال الإسرائيلي لبعض مناطق السلطة الوطنية الفلسطينية. واعتبر عام 1997 "الأساس" وعام 2000 "المقارنة".
2. **الفترة الممتدة من (2000-2005):** وهي التي خضعت فيها بعض مناطق السلطة الوطنية الفلسطينية لعمليات الاحتلال الإسرائيلي. واعتبر عام 2000 "الأساس" وعام 2005 "المقارنة".

والتقسيم السابق يجمع بين فترتين تاريخيتين مختلفتين عن بعضهما وعايشتهما سوق فلسطين للأوراق المالية، واعتبر عام 2000 محوري في الفترتين لكونه يجمع بين سمات الاستقرار الاقتصادي في مناطق السلطة الوطنية الفلسطينية (ما قبل تاريخ 2000/9/28) وسمات عدم الاستقرار الاقتصادي، واقتصرت المقارنة على هاتين الفترتين في مؤشرات بورصة الأسهم وبورصة السندات. بينما اقتصرت المقارنة على فترة واحدة ممتدة من (2002-2005) في مؤشرات بورصة المشتقات المالية والمؤشرات الأخرى بسبب توافر المعلومات في هذه الفترة. وفيما يلي استعراض لبعض مؤشرات الأسواق المالية:

1.8.2 مؤشرات بورصة الأسهم:

1. عدد الشركات المدرجة:

الجدول رقم (2)

عدد الشركات المدرجة

البورصة	1997	2000	التغيــــر % (1997-2000)	2005	التغيــــر % (2000-2005)
فلسطين	19	25	%31.5	28	%12
المكسيك	198	177	(%10.6)	326	%84.1
بيونس أيرس	136	125	(%8)	104	(%16.8)
ليما	248	227	(%8.4)	224	(%1.3)
ساوباولو	545	467	(%14.3)	381	(%18.4)
أثينا	210	310	(%47.6)	304	(%1.9)
بودابست	48	59	(%22.9)	44	(%25.4)
اسطنبول	259	316	%22	304	(%3.7)
مصر	654	1076	%64.5	744	(%30.8)
الدار البيضاء	49	53	%8.1	54	%1.8
جوهانسبرغ	642	606	(%5.6)	373	(%38.4)
بيروت	8	12	%50	11	(%8.3)
عمان	139	163	%17.2	201	%23.3
البحرين	41	41	0	47	%14.6
الكويت	74	86	%16.2	157	%82.5
مسقط	155	208	%34.1	235	%12.9
الهند القومية	1 324	1 106	(%16.4)	1 034	(%6.5)
ماليزيا	703	790	%12.3	1 019	%28.9
بومباي	5 842	5 853	%0.18	4 763	(%18.6)
سنغافورة	334	480	%43.7	686	%42.9
تايلاند	431	381	(%11.6)	504	%32.2

المصدر: (إعداد الباحث – من بيانات أساسية - الاتحاد العالمي للبورصات، 2006).

يظهر مؤشر عدد الشركات المدرجة في البورصة مدى تركيز التداول أو اتساع البورصة من حيث عدد الشركات التي يمكن تداول أسهمها في البورصة سواء أكانت محلية أو أجنبية ماعدا صناديق الاستثمار.

ويتضح من البيانات الواردة في الجدول رقم (2) أن نسبة النمو في عدد الشركات المدرجة بسوق فلسطين للأوراق المالية خلال الفترة الممتدة من (1997-2000) كانت 31.5% بالمقارنة بعام 1997 وهي أقل من نسبة النمو المتحققة في بورصة مصر والبالغة 64.5%، ومن بورصة بيروت والبالغة 50%، ومن بورصة مسقط حيث بلغت نسبة النمو فيها 34.1%، ومن بورصة سنغافورة حيث بلغت نسبة النمو فيها 43.7%، وفي نفس الوقت أفضل من البورصات الأخرى التي شهد فيها عام 2000 انخفاضاً بالمقارنة بعام 1997 ما عدا بورصة اسطنبول التي شهدت نمواً بنسبة 22%، وبورصة الدار البيضاء التي شهدت نمواً بنسبة 8.1%، وبورصة عمان التي شهدت نمواً بنسبة 17.2%، وبورصة الكويت التي شهدت نمواً بنسبة 16.2%، وبورصة ماليزيا التي شهدت نمواً بنسبة 12.3%، وبورصة بومباي التي شهدت نمواً بنسبة 0.18%، ولكنها نسب نمو أقل من نسبة النمو المتحققة في سوق فلسطين للأوراق المالية.

بينما خلال الفترة الممتدة من (2000-2005) كانت نسبة النمو في عدد الشركات المدرجة بسوق فلسطين للأوراق المالية 12% بالمقارنة بعام 2000، وهذه نسبة منخفضة إذا ما قورنت ببورصة المكسيك التي شهدت نمواً بنسبة 84.1%، وبورصة عمان التي شهدت نمواً بنسبة 23.3%، وبورصة البحرين التي شهدت نمواً بنسبة 14.6%، وبورصة الكويت التي شهدت نمواً بنسبة 82.5%، وبورصة مسقط التي شهدت نمواً بنسبة 12.9%، وبورصة ماليزيا التي شهدت نمواً بنسبة 28.9%، وبورصة سنغافورة التي شهدت نمواً بنسبة 42.9%، وبورصة

تايلاند التي شهدت نمواً بنسبة 32.2%، وفي نفس الوقت أفضل من البورصات الأخرى التـي شهد فيها عام 2000 انخفاضاً بالمقارنة بعام 1997 ما عدا بورصة الدار البيضاء التي شـهدت نمواً بنسبة 1.8%، ولكنها نسبة منخفضة إذا ما قورنت بسوق فلسطين للأوراق المالية.

عدد البورصات المدرجة لأسهم الشركات الأجنبية كان في عام 2005 يبلغ 46 بورصة (3 بورصات عربية، و25 بورصة ناشئة، و18 بورصة عالمية)، وعدد البورصات المدرجـة لوثائق صناديق الاستثمار كان في عام 2005 يبلغ 44 بورصة (3 بورصـات عربيـة، و30 بورصة ناشئة، و11 بورصة عالمية)، وذلك من أصل 86 بورصة (10 بورصات عربية، و56 بورصة ناشئة، و20 بورصة عالمية) يصدر عنها الاتحاد الدولي للبورصات معلومات سـنوية في مؤشرات بورصة الأسهم (World Federation Exchanges, 2006).

ونلاحظ مما سبق أن البورصات الناشئة والعالمية تسعى باستمرار إلى إضافة منتجـات مالية جديدة ومنها الأوراق المالية الصادرة عن الشركات والمؤسسات الأجنبية، وذلـك بهـدف استقطاب فئات المستثمرين الراغبين في توظيف أموالهم فـي الأوراق الماليـة ذات الـسمات المختلفة والمتباينة فهذا من أهم الاستراتجيات المتبعة في تخفيض هامش المخاطرة إلى أدنى حد ممكن مع الحفاظ على نسب معقولة من العائد تضمن لهـؤلاء المـستثمرين اغتنـام الفـرص الاستثمارية المجدية.

2. رسملة البورصة:

الجدول رقم (3)

رسملة البورصة (مليون دولار أمريكي)

البورصة	1997	2000	التغيـ ـ ـ ـر % (2000-1997)	2005	التغيـ ـ ـ ـر % (2005-2000)
فلسطين	529,1	766,2	%44.8	4 457,2	%481.7
المكسيك	156 595,0	125 203,9	(%20)	239 128,0	%90.9
بيونس أيرس	59 251,9	45 839,3	(%22.6)	47 590,3	%3.8
ليما	15 484,5	9 749,8	(%37)	24 139,7	%147.5
ساوباولو	255 478,0	226 152,3	(%11.4)	474 646,9	%109.8
أثينا	33 783,7	107 499,2	%218.1	145 120,7	%34.9
بودابست	14 700,4	11 908,4	(%18.9)	32 575,7	%173.5
اسطنبول	61 095,0	69 658,9	%14	474 646,9	%131.8
مصر	20 829,7	31 100,8	%49.3	79 508,9	%155.6
الدار البيضاء	13 576,6	10 875,8	(%19.8)	27 220,0	%150.2
جوهانسبرغ	211 598,7	131 321,0	(%37.9)	549 310,3	%318.2
بيروت	2 684,0	1 554,3	(%42)	4 809,8	%209.4
عمان	5 444,8	4 943,1	(%9.2)	37 644,1	%661.5
البحرين	7 833,2	6 624,4	(%15.4)	17 364,8	%162.1
الكويت	29 655,9	19 459,9	(%34.3)	294 058,2	%1411
مسقط	7 495,6	3 386,1	(%54.8)	15 268,9	%350.9
الهند القومية	112 599,7	162 894,3	%44.6	515 972,5	%216.7
ماليزيا	93 174,1	113 155,3	%21.4	180 517,5	%59.5
بومباي	128 466,2	148 063,8	%15.2	553 073,7	%273.5
سنغافورة	106 317,0	155 125,6	%45.9	257 340,6	%65.8
تايلاند	22 792,0	29 217,4	%28.1	123 885,0	%324

المصدر: (إعداد الباحث – من بيانات أساسية - الاتحاد العالمي للبورصات، 2006).

يظهر مؤشر رسملة البورصة القيمة السوقية لأسهم الشركات المحليـة المدرجـة فـي البورصة، وتتضمن الإصدارات من الأسهم العادية والممتازة. وتـستثني صـناديق الاسـتثمار

والأوراق المالية ذات صكوك الشراء وأسهم مؤشرات البورصة والأوراق المالية القابلة للتحويل والخيارات والمستقبليات وأسهم الشركات الأجنبية.

ويتضح من البيانات الواردة في الجدول رقم (3) أن نسبة النمـو فـي رسـملة سـوق فلسطين للأوراق المالية خلال الفترة الممتدة من (1997-2000) كانت 44.8% بالمقارنة بعـام 1997 وهي أقل من نسبة النمو المتحققة في بورصة أثينا والبالغة 218.1%، ومن مصر حيث بلغت نسبة النمو 49.3%، ومن بورصة سنغافورة حيث بلغت نسبة النمو 45.9%، وفي نفـس الوقت أفضل من البورصات الأخرى التي شهد فيها عام 2000 انخفاضاً بالمقارنة بعـام 1997 ما عدا بورصة اسطنبول التي شهدت نمواً بنسبة 14%، وبورصة الهند القومية التي شهدت نمواً بنسبة 44.6%، وبورصة ماليزيا التي شهدت نمواً بنسبة 21.4%، وبورصـة بومبـاي التـي شهدت نمواً بنسبة 15.2%، وبورصة تايلاند التي شهدت نمواً بنسبة 28.1%، ولكنها نسب نمو أقل من نسبة النمو المتحققة في سوق فلسطين للأوراق المالية.

بينما خلال الفترة الممتدة من (2000-2005) بلغت نسبة النمـو فـي رسـملة سـوق فلسطين للأوراق المالية 481.7% بالمقارنة بعام 2000، وهذه نسبة منخفضة بالمقارنة بنـسبة النمو المتحققة في بورصة عمان والبالغة 661.5%، ونسبة النمو المتحققة في بورصة الكويـت والبالغة 1411%، وفي نفس الوقت أفضل من نسب النمو المتحققة في البورصات الأخرى.

يعزى هذا الارتفاع الملحوظ في رسملة سوق فلسطين للأوراق المالية لارتفـاع القيمـة السوقية لشركة فلسطين للتنمية والاستثمار (باديكو) وشركة الاتصالات الفلسطينية، حيث بلغـت نسبة الشركتين من إجمالي رسملة سوق فلسطين للأوراق المالية في عـام 2005 مـا يقـارب 75.9% (سوق فلسطين للأوراق المالية، 2005-هـ).

3. حجم التداول:

الجدول رقم (4)

حجم التداول (مليون)

البورصة	1997	2000	التغيـ ـ ـ ـر % (2000-1997)	2005	التغيـ ـ ـ ـر % (2005-2000)
فلسطين	10	93,3	833%	369.5	%296
المكسيك	24 895,8	22 465,8	(%9.7)	28 965,0	%28.9
بيونس أيرس	53 327,0	54 646,0	%2.4	15 324,3	(%71.9)
ليما	3 426,3	2 715,7	(20.7)	2 271,7	(%16.3)
ساوباولو	4 371 809,4	8 544 191,7	%95.4	5 635 877,1	(%34)
أثينا	1 575,5	7 752,5	%392	7 202,1	(%7)
بودابست	غ.م	غ.م	غ.م	1 186,8	غ.م
اسطنبول	919 784,0	11 075 685,0	%1104.1	81 107,5	(%99.2)
مصر	غ.م	غ.م	غ.م	5 301,3	غ.م
الدار البيضاء	غ.م	غ.م	غ.م	غ.م	غ.م
جوهانسبرغ	17 849,6	49 565,7	%177.6	54 509,7	%9.9
بيروت	غ.م	غ.م	غ.م	غ.م	غ.م
عمان	غ.م	غ.م	غ.م	غ.م	غ.م
البحرين	غ.م	غ.م	غ.م	غ.م	غ.م
الكويت	غ.م	غ.م	غ.م	غ.م	غ.م
مسقط	غ.م	غ.م	غ.م	غ.م	غ.م
الهند القومية	غ.م	غ.م	غ.م	88 529,7	غ.م
ماليزيا	64 950,0	52 520,0	(%19.1)	118 819,0	%126.2
بومباي	غ.م	غ.م	غ.م	68 609,0	غ.م
سنغافورة	52 005,9	91 354,4	%75.6	159 694,9	%74.8
تايلاند	29 902,4	60 502,6	%102.3	649 548,7	%973.5

المصدر: (إعداد الباحث – من بيانات أساسية - الاتحاد العالمي للبورصات، 2006).

غ.م: المعلومات غير متوفرة.

يظهر مؤشر حجم التداول العدد الكلي للأسهم العادية وصناديق الاستثمار التي تم تداولها في الصفقات المبرمة خلال جلسات التداول في البورصة سواء أكانت صادرة عن شركات محلية أو أجنبية.

ويتضح من البيانات الواردة في الجدول رقم (4) أن نسبة النمو في حجم التداول بسوق فلسطين للأوراق المالية خلال الفترة الممتدة من (1997-2000) كانت 833%، وهي أقل من نسبة النمو المتحققة في بورصة اسطنبول والمقدرة بحوالي 1104.1% بالمقارنة بعام 1997، وفي نفس الوقت هذه النسبة أفضل من نسب البورصات الأخرى التي شهد فيها عام 2000 نمو بنسب أقل أو انخفاض. بينما خلال الفترة الممتدة من (2000-2005) كانت نسبة النمو في حجم التداول بسوق فلسطين للأوراق المالية 296%، وهي أقل من نسبة النمو المتحققة في بورصة تايلاند والمقدرة بحوالي 973.5%، وفي نفس الوقت هذه النسبة أفضل من نسبة البورصات الأخرى التي شهد فيها عام 2005 نمو بنسب أقل أو انخفاض.

يعزى هذا الارتفاع الملحوظ في حجم التداول بسوق فلسطين للأوراق المالية لارتفاع إجمالي الأسهم المتداولة لشركة فلسطين للتنمية والاستثمار (باديكو) وشركة الاتصالات الفلسطينية، حيث بلغت نسبة الشركتين من إجمالي الأسهم المتداولة في عام 2005 ما يقارب 64% (سوق فلسطين للأوراق المالية، 2005-هـ). ونلاحظ مما سبق أن 26 شركة من الشركات المساهمة العامة المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية كان نصيبها من حجم التداول في عام 2005 ما يقارب 36%، وهذا سيترتب عليه بطبيعة الحال انخفاض في عدد أوامر البيع والشراء الصادرة بأسهم هذه الشركات وعدم تدفقها باستمرار. مما يعني ضرورة البحث عن آليات تستطيع من خلالها البورصة تنشيط التعامل على أسهم هذه الشركات.

4. قيمة الأسهم المتداولة:

الجدول رقم (5)

قيمة الأسهم المتداولة (مليون دولار أمريكي)

البورصة	1997	2000	*التغيـ ـ ـر %* *(2000-1997)*	2005	*التغيـ ـ ـر %* *(2005-2000)*
فلسطين	25,1	188,9	*%652.5*	2 067,5	*%994.4*
المكسيك	54 961,9	45 768,4	*(%16.7)*	56 682,8	*%23.8*
بيونس أيرس	38 424,0	9 700,8	*(%74.7)*	6 852,9	*%29.3*
ليما	4 278,6	2 517,9	*(%41.1)*	2 650,1	*%5.2*
ساوباولو	190 657,5	101 537,4	*(%46.7)*	165 275,6	*%62.7*
أثينا	21 136,6	94 162,7	*%345.4*	65 131,4	*(%30.8)*
بودابست	7 038,9	12 162,4	*%72.7*	24 151,3	*%98.5*
اسطنبول	56 087,9	178 997,6	*%219.1*	200 858,3	*%12.2*
مصر	5 961,0	13 094,8	*%119.6*	26 241,1	*%100.3*
الدار البيضاء	3 167,0	3 155,9	*(%0.3)*	7 775,8	*%146.3*
جوهانسبرغ	44 696,4	77 446,1	*%73.2*	201 779,1	*%160.5*
بيروت	639,7	118,0	*(%81.5)*	925,6	*%684.4*
عمان	500,9	471,7	*(%5.8)*	23 815,6	*%4948.8*
البحرين	479,5	245,8	*(%48.7)*	711,1	*%189.3*
الكويت	34 585,4	غ.م	غ.م	52 313,8	غ.م
مسقط	3 885,1	557,6	*(%85.6)*	3 654,2	*%555.3*
الهند القومية	97 054,2	279 507,2	*%187.9*	314 689,0	*%12.5*
ماليزيا	145 687,8	52 868,7	*(%63.7)*	51 601,4	*(%2.3)*
بومباي	49 898,0	214 228,2	*%329.3*	158 982,2	*(%25.7)*
سنغافورة	74 137,3	95 153,1	*%28.3*	116 456,5	*%22.3*
تايلاند	24 598,7	21 117,0	*(%14.1)*	95 645,7	*%352.9*

المصدر: (إعداد الباحث – من بيانات أساسية - الاتحاد العالمي للبورصات، 2006).

غ.م: المعلومات غير متوفرة.

يظهر مؤشر قيمة الأسهم المتداولة عدد الأسهم المتداولة للشركات المحليـة والأجنبيـة وصناديق الاستثمار مضروبة في قيمتها السوقية. ويتضح من البيانات الواردة في الجدول رقـم

(5) أن نسبة النمو في قيمة الأسهم المتداولة بسوق فلسطين للأوراق المالية خلال الفترة الممتدة من (1997-2000) كانت 652.5% بالمقارنة بعام 1997، وهذه النسبة أفضل من البورصات الأخرى التي شهد فيها عام 2000 انخفاضاً باستثناء بورصة أثينا التي شهدت نمواً بنسبة 345.4%، وبورصة بودابست التي شهدت نمواً بنسبة 72.7%، وبورصة اسطنبول التي شهدت نمواً بنسبة 219.1%، وبورصة مصر التي شهدت نمواً بنسبة 119.6%، وبورصة جوهانسبرغ التي شهدت نمواً بنسبة 73.2%، وبورصة الهند القومية التي شهدت نمواً بنسبة 187.9%، وبورصة بومباي التي شهدت نمواً بنسبة 329.3%، وبورصة سنغافورة التي شهدت نمواً بنسبة 28.3%، ولكن هذه النسب منخفضة إذا ما قورنت بنسبة النمو المتحققة في سوق فلسطين للأوراق المالية.

بينما خلال الفترة الممتدة من (2000-2005) كانت نسبة النمو في قيمة الأسهم المتداولة بسوق فلسطين للأوراق المالية في عام 2005 ما يقارب 994.4% بالمقارنة بعام 2000، وهذه النسبة منخفضة بالمقارنة بنسبة النمو المتحققة في بورصة عمان والبالغة 4948.8%. وأفضل من البورصات الأخرى التي شهدت نمواً في قيمة الأسهم المتداولة بعام 2005 ولكن بنسبٍ أقل من نسبة النمو المتحققة في سوق فلسطين للأوراق المالية.

يعزى هذا الارتفاع الملحوظ في قيمة الأسهم المتداولة بسوق فلسطين للأوراق المالية لارتفاع القيمة السوقية للأسهم المتداولة لشركة فلسطين للتنمية والاستثمار (باديكو) وشركة الاتصالات الفلسطينية، حيث بلغت نسبة الشركتين من إجمالي قيمة الأسهم المتداولة في عام 2005 ما يقارب 79.8% (سوق فلسطين للأوراق المالية، 2005-هـ).

5. معدل الدوران:

الجدول رقم (6)

معدل الدوران

البورصة	1997	2000	*التغيـ ـ ـ ـر % (2000-1997)*	2005	*التغيـ ـ ـ ـر % (2005-2000)*
فلسطين	%2.3	%8.5	*%269.5*	%34.9	*%310.5*
المكسيك	%38,8	%31,7	*(%18.2)*	%27,2	*(%14.1)*
بيونس أيرس	%70,6	%17,0	*(%75.9)*	%11,2	*(%34.1)*
ليما	%25,0	%19,5	*(%22)*	%10,1	*(%48.2)*
ساوباولو	%69,6	%43,9	*(%36.9)*	%42,8	*(%2.5)*
أثينا	%62,4	%65,0	*%4.1*	%48,8	*(%24.9)*
بودابست	غ.م	غ.م	غ.م	%73,7	غ.م
اسطنبول	%115,8	%181,7	*%56.9*	%169,9	*(%6.4)*
مصر	غ.م	غ.م	غ.م	%73,8	غ.م
الدار البيضاء	غ.م	غ.م	غ.م	غ.م	غ.م
جوهانسبرغ	%17,0	%130,5	*%667.6*	%44,6	*(%65.8)*
بيروت	غ.م	غ.م	غ.م	غ.م	غ.م
عمان	غ.م	غ.م	غ.م	غ.م	غ.م
البحرين	غ.م	غ.م	غ.م	غ.م	غ.م
الكويت	غ.م	غ.م	غ.م	غ.م	غ.م
مسقط	غ.م	غ.م	غ.م	غ.م	غ.م
الهند القومية	غ.م	غ.م	غ.م	%75,6	غ.م
ماليزيا	%59,7	%33,4	*(%44)*	%28,3	*(%15.2)*
بومباي	غ.م	غ.م	غ.م	%35,4	غ.م
سنغافورة	%56,3	%58,5	*%3.9*	%48,8	*(%16.5)*
تايلاند	%49,5	%54,5	*%10.1*	%80,7	*%48*

المصدر: (إعداد الباحث – من بيانات أساسية - الاتحاد العالمي للبورصات، 2006).

غ.م: المعلومات غير متوفرة.

يظهر مؤشر معدل الدوران مدى سرعة تداول الأسهم العادية المحلية في البورصة، وهو حاصل قسمة (عدد الأسهم المتداولة في البورصة خلال العام / عدد الأسهم المدرجة في البورصة بنهاية العام)، حيث أن ارتفاع نسبة الدوران يدل على كثافة التداول في البورصة.

ويتضح من البيانات الواردة في الجدول رقم (6) أن نسبة النمو في معدل الدوران بسوق فلسطين للأوراق المالية خلال الفترة الممتدة من (1997-2000) كانت 269.5% بالمقارنة بعام 1997 وهي أقل من نسبة النمو المتحققة في بورصة جوهانسبرغ والبالغة 667.6%، وفي نفس الوقت أفضل من البورصات الأخرى التي شهدت انخفاضاً ما عدا بورصة أثينا التي شهدت نمواً بنسبة 4.1%، وبورصة اسطنبول التي شهدت نمواً بنسبة 56.9%، وبورصة سنغافورة التي شهدت نمواً بنسبة 3.9%، وبورصة تايلاند التي شهدت نمواً بنسبة 10.1%، ولكن هذه نسب منخفضة إذا ما قورنت بنسبة النمو المتحققة في سوق فلسطين للأوراق المالية.

بينما خلال الفترة الممتدة من (2000-2005) كانت نسبة النمو في معدل الدوران بسوق فلسطين للأوراق المالية 310.5%، وهي نسبة مرتفعة بالمقارنة بالبورصات الأخرى التي شهدت انخفاضاً ما عدا بورصة تايلاند التي حققت نمواً بنسبة 48%.

6. نسبة التركيز:

الجدول رقم (7)

نسبة تداول أسهم أكبر 10 شركات (مليون دولار أمريكي)

البورصة	1997	2000	التغيـ ـ ـــر % (2000-1997)	2005	التغيـ ـ ـــر % (2005-2000)
فلسطين	%94.4	%98.4	*%4.2*	%94	*(%4.4)*
المكسيك	%70,6	%68,8	*(%2.5)*	%70,5	*%2.4*
بيونس أيرس	%75,1	%68,6	*(%8.6)*	%79,9	*%16.4*
ليما	%58,6	%47,3	*(%19.2)*	%60,0	*%26.8*
ساوباولو	%61,7	%55,1	*(%10.6)*	%48,8	*(%11.4)*
أثينا	%2,3	%2,9	*%26*	%65,7	*%2165.5*
بودابست	غ.م	غ.م	غ.م	%96,2	غ.م
اسطنبول	%40,3	%43,6	*%8.1*	%41,4	*(%5)*
مصر	غ.م	غ.م	غ.م	%47,6	غ.م
الدار البيضاء	غ.م	غ.م	غ.م	غ.م	غ.م
جوهانسبرغ	غ.م	غ.م	غ.م	%91,7	غ.م
بيروت	غ.م	غ.م	غ.م	غ.م	غ.م
عمان	غ.م	غ.م	غ.م	غ.م	غ.م
البحرين	غ.م	غ.م	غ.م	غ.م	غ.م
الكويت	غ.م	غ.م	غ.م	غ.م	غ.م
مسقط	غ.م	غ.م	غ.م	غ.م	غ.م
الهند القومية	غ.م	غ.م	غ.م	%20,4	غ.م
ماليزيا	%17,6	%20,8	*%18.1*	%26,8	*%28.8*
بومباي	غ.م	غ.م	غ.م	%2,5	غ.م
سنغافورة	%35,1	%18,1	*(%48.4)*	%39,2	*%116.5*
تايلاند	%30,5	%20,6	*(%32.4)*	%28,8	*%39.8*

المصدر: (إعداد الباحث – من بيانات أساسية - الاتحاد العالمي للبورصات، 2006).

غ.م: المعلومات غير متوفرة.

يظهر مؤشر نسبة التركيز نصيب أكبر عشر شركات محلية من قيمة التداول. ويتـضح من البيانات الواردة في الجدول رقم (7) أنه تحقق زيادة في نسبة تركيز أكبر عـشر شـركات

بسوق فلسطين للأوراق المالية خلال الفترة الممتدة من (1997-2000) فقد ارتفعت في عام 2000 بنسبة 4.2% بالمقارنة بعام 1997 وهي أقل من نسبة الارتفاع الحاصلة في بورصة أثينا والبالغة 26%، ومن بورصة اسطنبول التي بلغت فيها نسبة الارتفاع 8.1%، وأيضاً من بورصة ماليزيا التي بلغت فيها نسبة الارتفاع 18.1%، وفي نفس الوقت هي نسبة مرتفعة إذا ما قورنت بالبورصات الأخرى التي شهدت انخفاضاً في نسبة تركيز أكبر عشر شركات وتحققت أعلى نسبة في بورصة سنغافورة التي انخفضت فيها النسبة بما يقارب 48.4%.

بينما خلال الفترة الممتدة من (2000-2005) كانت نسبة الانخفاض في تركيز أكبر عشر شركات بسوق فلسطين للأوراق المالية تقدر بحوالي 4.4%، وهذه النسبة جيدة إذا ما قورنت ببورصة المكسيك التي شهدت ارتفاعاً بنسبة 2.4%، وببورصة بيونس أيرس التي شهدت ارتفاعاً بنسبة 16.4%، وبورصة ليما التي شهدت ارتفاعاً بنسبة 26.8%، وبورصة أثينا التي شهدت ارتفاعاً بنسبة 2165.5%، وبورصة ماليزيا التي شهدت ارتفاعاً بنسبة 28.8%، وبورصة سنغافورة التي شهدت ارتفاعاً بنسبة 116.5%، وأيضاً من بورصة تايلاند التي شهدت ارتفاعاً بنسبة 39.8%، وهي نسبة منخفضة إذا ما قورنت بنسبة الانخفاض المتحققة في بورصة ساوباولو والبالغة 11.4%، وبورصة اسطنبول التي شهدت انخفاضاً بنسبة 5%.

وبالنسبة لسوق فلسطين للأوراق المالية فأعلى شركتين في التركيز هما شركة فلسطين للتنمية والاستثمار (باديكو) وشركة الاتصالات الفلسطينية حيث تبلغ نسبتيهما من التركيز في عام 2005 حوالي 64.09% (سوق فلسطين للأوراق المالية، 2005-هـ). ونلاحظ أن درجة تركز التداول في سوق فلسطين عام 2005 نسبتها 94% وهي كبيرة جداً، حيث لابد من المحافظة على توفير السيولة لكافة أسهم الشركات المدرجة.

7. **مؤشر الأسهم:**

الجدول رقم (8)

مؤشر الأسهم

البورصة	1997	2000	التغيـ ـ ـ ـر % (2000-1997)	2005	التغيـ ـ ـ ـر % (2005-2000)
فلسطين	139.13	207,62	*%49.2*	1 128,59	*%443.5*
المكسيك	5 229,35	5 652,19	*%8*	17 802,71	*%214.9*
بيونس أيرس	23 071,71	16 072,79	*(%30.3)*	68 822,65	*%328.1*
ليما	1 792,71	1 208,41	*(%32.5)*	4 802,25	*%297.4*
ساوباولو	10 196,00	15 259,00	*%49.6*	33 455,00	*%119.2*
أثينا	1 479,63	3 388,86	*%129*	3 663,90	*%8.1*
بودابست	غ.م	غ.م	غ.م	20 784,88	غ.م
اسطنبول	3 451,00	9 437,21	*%173.4*	39 777,70	*%321.4*
مصر	359,85	59,89	*(83.3%)*	6 324,70	*%10460.5*
الدار البيضاء	667,52	658,43	*(%1.3)*	5 539,13	*%741.2*
جوهانسبرغ	6 202,31	8 326,19	*%34.2*	18 096,54	*%117.3*
بيروت	غ.م	54,51	غ.م	غ.م	غ.م
عمان	169,24	133,05	*(%21.3)*	8 191,51	*%6056.7*
البحرين	2 310,09	1 805,76	*(%21.8)*	2 195,80	*%21.5*
الكويت	2 652,00	1 348,10	*(%49.1)*	11 445,10	*%748.8*
مسقط	480,58	201,20	*(%58.1)*	4 875,11	*%2323*
الهند القومية	غ.م	غ.م	غ.م	2 459,20	غ.م
ماليزيا	594,44	679,64	*%14.3*	899,79	*%32.3*
بومباي	غ.م	غ.م	غ.م	9 397,93	غ.م
سنغافورة	425,94	502,38	*%17.9*	601,28	*%19.6*
تايلاند	372,69	269,19	*(%27.7)*	713,73	*%165.1*

المصدر: (إعداد الباحث – من بيانات أساسية - الاتحاد العالمي للبورصات، 2006).

غ.م: المعلومات غير متوفرة.

يظهر مؤشر الأسهم مستوى الأسعار السائدة في البورصة بالاعتماد على عينة مختـارة من الشركات المحلية. ويتضح من البيانات الواردة في الجدول رقم (8) أن نسبة النمو في مؤشر

سوق فلسطين للأوراق المالية خلال الفترة الممتدة من (1997-2000) كانت 49.2% بالمقارنة بعام 1997، وهذه النسبة أفضل من البورصات الأخرى ماعدا مؤشر بورصة ساوباولو التي شهدت نمواً بنسبة 49.6%، وبورصة أثينا التي شهدت نمواً بنسبة 129%، وبورصة اسطنبول التي شهدت نمواً بنسبة 173.4%.

بينما خلال الفترة الممتدة من (2000-2005) كانت نسبة الارتفاع في مؤشر سوق فلسطين للأوراق المالية تقدر بحوالي 443.5%، وهذه النسبة منخفضة بالمقارنة بنسبة النمو المتحققة في بورصة مصر والبالغة 10460.5%، وبورصة الدار البيضاء التي شهدت نمواً بنسبة 741.2%، وبورصة عمان التي شهدت نمواً بنسبة 6056.7%، وبورصة الكويت التي شهدت نمواً بنسبة 748.8%، وأيضاً من بورصة مسقط التي شهدت نمواً بنسبة 2323%.

2.8.2 مؤشرات بورصة السندات:

1. عدد السندات المدرجة:

الجدول رقم (9)

عدد السندات المدرجة

البورصة	1997	2000	التغير % (1997-2000)	2005	التغير % (2000-2005)
فلسطين	-	-	-	-	-
المكسيك	263	162	*(%38.4)*	159	*(%1.8)*
بيونس أيرس	380	552	%45.2	852	*%54.3*
ليما	101	139	*%37.6*	314	*%125.8*
ساوباولو	5	5	*0*	139	*%2680*
أثينا	133	211	*%58.6*	117	*(%44.5)*
بودابست	غ.م	غ.م	غ.م	96	غ.م
اسطنبول	162	61	*(%62.3)*	182	*%198.3*
مصر	غ.م	غ.م	غ.م	156	غ.م
الدار البيضاء	غ.م	غ.م	غ.م	غ.م	غ.م
جوهانسبرغ	245	218	*(%11)*	غ.م	غ.م
بيروت	-	-	-	غ.م	غ.م
عمان	غ.م	غ.م	غ.م	غ.م	غ.م
البحرين	-	غ.م	-	غ.م	غ.م
الكويت	-	-	-	-	-
مسقط	غ.م	غ.م	غ.م	غ.م	غ.م
الهند القومية	ع.م	غ.م	غ.م	3 138	غ.م
ماليزيا	57	43	*(%24.5)*	72	*%67.4*
بومباي	ع.م	غ.م	ع.م	غ.م	ع.م
سنغافورة	89	ع.م	غ.م	525	غ.م
تايلاند	15	غ.م	غ.م	92	غ.م

المصدر: (إعداد الباحث – من بيانات أساسية - الاتحاد العالمي للبورصات، 2006).

غ.م: المعلومات غير متوفرة.

يظهر مؤشر عدد السندات المدرجة في البورصة مدى تركيز التداول أو اتساع البورصة من حيث عدد السندات المدرجة (المحلية أو الأجنبية) صادرة عن القطاع العام أو الخاص.

ويتضح من البيانات الواردة في الجدول رقم (9) أنه لا يوجد سندات مدرجة في سـوق فلسطين للأوراق المالية بالرغم من كونها تتناسب مع رغبات المستثمرين الباحثين عن الـدخل الثابت. حيث إنه خلال الفترة الممتدة من (1997-2000) كانت نسبة النمو في عـدد الـسندات المدرجة ببورصة بيونس أيرس تقدر بحوالي 45.2%، وفي بورصة ليما تقدر بحوالي 37.6%، وفي بورصة أثينا قدرت نسبة النمو بحوالي 58.6%، أما في البورصات الأخرى فكانت عـدد السندات المدرجة في عام 2000 أقل من المدرجة في عام 1997. بينما خلال الفترة الممتدة من (2000-2005) كانت نسبة النمو في عدد السندات المدرجة ببورصة بيـونس أيـرس تقـدر بحوالي 54.3%، وفي بورصة ليما تقدر بحوالي 125.8%، وفي بورصة ساوباولو قدرت نسبة النمو بحوالي 2680%، وفي بورصة اسطنبول قدرت نسبة النمـو بحـوالي 198.3%، وفـي بورصة ماليزيا قدرت نسبة النمو بحوالي 67.4%، أما في بورصة المكسيك فقد حـصل فيهـا انخفاض قدر بحوالي (1.8%)، وفي بورصة أثينا قدر الانخفاض بنسبة (44.5%).

عدد البورصات المدرجة للسندات المحلية الصادرة عن القطاع الخاص كان فـي عـام 2005 يبلغ 60 بورصة (5 بورصات عربية، و38 بورصة ناشئة، و17 بورصة عالمية)، بينما عدد البورصات المدرجة للسندات المحلية الصادرة عن القطاع العام كان في عـام 2005 يبلـغ 57 بورصة (3 بورصات عربية، و37 بورصـة ناشـئة، و17 بورصـة عالميـة)، وعـدد البورصات المدرجة للسندات الأجنبية يبلغ 29 بورصة (بورصة عربية واحدة، و14 بورصـة ناشئة، و14 بورصة عالمية)، وذلك من أصل 86 بورصة (10 بورصات عربية، و56 بورصة

ناشئة، و20 بورصة عالمية) يصدر عنها الاتحاد الدولي للبورصات معلومات سنوية في مؤشرات بورصة السندات (World Federation Exchanges, 2006).

ونلاحظ مما سبق أن البورصات الناشئة والعالمية تسعى باستمرار إلى إضافة الأوراق المالية ذات المديونية والتي قد تكون محلية أو أجنبية تابعة للقطاع العام أو القطاع الخاص، لعلم هذه البورصات بأن هذه الميزة الإضافية تستحوذ على قبول فئات المستثمرين الهادفين إلى تكوين محافظ استثمارية مالية مكونة من الأوراق المالية ذات حقوق الملكية والأوراق المالية ذات المديونية، لما لذلك من أثر في تحقيق المواءمة المطلوبة بين معايير العائد والمخاطرة والسيولة.

2. قيمة السندات المدرجة:

الجدول رقم (10)

قيمة السندات المدرجة (مليون دولار أمريكي)

البورصة	1997	2000	التغيــــر % (2000-1997)	2005	التغيــــر % (2005-2000)
فلسطين	-	-	-	-	-
المكسيك	13 738,6	13 231,7	*(%3.6)*	40 780,8	*%208.2*
بيونس أيرس	69 453,9	60 276,4	*(%13.2)*	105 531,5	*%75*
ليما	1 458,4	2 273,2	*%55.8*	7 484,2	*%229.2*
ساوباولو	غ.م	غ.م	غ.م	17 255,1	غ.م
أثينا	48 410,3	غ.م	غ.م	211 046,5	غ.م
بودابست	غ.م	غ.م	غ.م	36 881,3	غ.م
اسطنبول	29 527,4	54 380,2	*%84.1*	187 536,8	*%244.8*
مصر	غ.م	غ.م	غ.م	9 063,4	غ.م
الدار البيضاء	غ.م	غ.م	غ.م	غ..م	غ.م
جوهانسبرغ	70 635,6	55 095,5	*(%22)*	غ.م	غ.م
بيروت	-	-	-	غ.م	غ.م
عمان	غ.م	غ.م	غ.م	غ.م	غ.م
البحرين	-	غ.م	-	غ.م	غ.م
الكويت	-	-	-	-	-
مسقط	غ.م	غ.م	غ.م	غ.م	غ.م
الهند القومية	غ.م	غ.م	غ.م	344 223,0	غ.م
ماليزيا	1 836,9	1 563,2	*(%14.9)*	1 391,5	*(%10.9)*
بومباي	غ.م	غ.م	غ.م	18 297,6	غ.م
سنغافورة	171 625,9	218 791,5	*%27.4*	245 460,5	*%12.1*
تايلاند	349,4	غ.م	غ.م	18 791,8	غ.م

المصدر: (إعداد الباحث – من بيانات أساسية - الاتحاد العالمي للبورصات، 2006).

غ.م: المعلومات غير متوفرة.

يظهر مؤشر قيمة السندات المدرجة عدد السندات المدرجة في البورصة ســواء أكانــت محلية أو أجنبية صادرة عن القطاع العام و القطاع الخاص مضروبة في قيمتها السوقية. ويتضح

من البيانات الواردة في الجدول رقم (10) أنه خلال الفترة الممتدة من (1997-2000) كانت نسبة النمو في القيمة السوقية للسندات المدرجة ببورصة ليما تقدر بحوالي 55.8%، وفي بورصة اسطنبول قدرت نسبة النمو بحوالي 84.1%، وفي بورصة سنغافورة قدرت نسبة النمو بحوالي 27.4%، بينما حدث انخفاض في القيمة السوقية للسندات المدرجة في البورصات المتبقية، وقد كانت القيمة السوقية للسندات في عام 2000 ببورصة بيونس أيرس وبورصة سنغافورة أعلى من رسملة البورصة في نفس العام.

بينما خلال الفترة الممتدة من (2000-2005) كانت نسبة النمو في القيمة السوقية للسندات المدرجة ببورصة المكسيك تقدر بحوالي 208.2%، وفي بورصة بيونس أيرس قدرت نسبة النمو بحوالي 75%، وفي بورصة ليما قدرت نسبة النمو بحوالي 229.2%، وفي بورصة اسطنبول قدرت نسبة النمو بحوالي 244.8%، وفي بورصة سنغافورة قدرت نسبة النمو بحوالي 12.1%، أما بورصة ماليزيا فقد حصل فيها انخفاضاً قدر بحوالي (10.9%)، وقد كانت القيمة السوقية للسندات في عام 2005 ببورصة بيونس أيرس وبورصة أثينا أكبر من رسملة البورصتين في نفس العام.

3. قيمة السندات المتداولة:

الجدول رقم (11)

قيمة السندات المتداولة (مليون دولار أمريكي)

البورصة	1997	2000	التغيـــر % (2000-1997)	2005	التغيـــر % (2005-2000)
فلسطين	-	-	-	-	-
المكسيك	1 022,8	531,7	*(%48)*	206,1	*(%61.2)*
بيونس أيرس	68 348,8	28 816,3	*(%57.8)*	34 085,9	*%18.2*
ليما	2 468,2	713,4	*(%71)*	941,0	*%31.9*
ساوباولو	غ.م	102,5	غ.م	834,5	*%714.1*
أثينا	67,3	27,3	*(%59.4)*	49,7	*%82*
بودابست	18 686,8	2 421,8	*(%87)*	1 391,3	*(%42.5)*
اسطنبول	35 096,6	263 845,0	*%651.7*	531 062,6	*%101.2*
مصر	94,7	793,1	*%737.4*	1 531,1	*%93*
الدار البيضاء	530,5	485,6	*(%8.4)*	238,4	*(%50.9)*
جوهانسبرغ	924 066,8	1 547 501,9	*%67.4*	غ.م	غ.م
بيروت	-	-	-	2,7	-
عمان	2,8	10,3	*%267.8*	4,4	*(%57.2)*
البحرين	-	0,1	-	0,4	*%300*
الكويت	-	-	-	-	-
مسقط	7,2	غ.م	غ.م	31,6	غ.م
الهند القومية	26 763,3	74 791,8	*%179.4*	138 202,8	*%84.7*
ماليزيا	907,6	1 000,0	*%10.1*	265,1	*(%73.4)*
بومباي	77,7	8,0	*%89.7*	3 066,8	*%38235*
سنغافورة	3 883,4	1 238,6	*(%68.1)*	6 734,3	*%443.7*
تايلاند	0,03	غ.م	غ.م	8,3	غ.م

المصدر: (إعداد الباحث – من بيانات أساسية - الاتحاد العالمي للبورصات، 2006).

غ.م: المعلومات غير متوفرة.

يظهر مؤشر قيمة السندات المتداولة عدد السندات المتداولة المحلية والأجنبية الـصادرة عن القطاع العام و القطاع الخاص مضروبة في قيمتها السوقية.

ويتضح من البيانات الواردة في الجدول رقم (11) إنه خلال الفترة الممتدة من (1997-2000) كانت نسبة النمو في قيمة السندات المتداولة ببورصة اسطنبول تقدر بحوالي 651.7%، وفي بورصة مصر قدرت نسبة النمو بحوالي 737.4%، وفي بورصة جوهانسبرغ قدرت نسبة النمو بحوالي 67.4%، وفي بورصة عمان قدرت نسبة النمو بحوالي 267.8%، وفي بورصـة الهند القومية قدرت نسبة النمو بحوالي 179.4%، وفي بورصة ماليزيا قـدرت نـسبة النمـو بحوالي 10.1%، وفي بورصة بومباي قدرت نسبة النمو بحوالي 89.7%، بينمـا البورصـات الأخرى فقط حصل فيها انخفاضاً. وقد كانت قيمة السندات المتداولة لعام 2000 في بورصـات بيونس أيرس واسطنبول وجوهانسبرغ أكبر من قيمة الأسهم المتداولة في نفس العام.

بينما خلال الفترة الممتدة من (2000-2005) كانت نسبة النمو فـي قيمـة الـسندات المتداولة ببورصة بيونس أيرس تقدر بحوالي 18.2%، وفي بورصة ليما قدرت نـسبة النمـو بحوالي 31.9%، وفي بورصة ساوباولو قدرت نسبة النمو بحوالي 714.1%، وفـي بورصـة أثينا قدرت نسبة النمو بحوالي 82%، وفي بورصة اسطنبول قـدرت نـسبة النمـو بحـوالي 101.2%، وفي بورصة مصر قدرت نسبة النمو بحوالي 93%، وفي بورصة البحرين قـدرت نسبة النمو بحوالي 300%، وفي بورصة الهند القومية قدرت نسبة النمو بحوالي 84.7%، وفي بورصة بومباي قدرت نسبة النمو بحوالي 38235%، وفي بورصة سنغافورة قدرت نسبة النمو بحوالي 443.7%، أما البورصات الأخرى فقد حصل فيها انخفاضاً، وقد كانت قيمـة الـسندات المتداولة لعام 2005 في بورصة بيونس أيرس وبورصة اسطنبول أكبـر مـن قيمـة الأسـهم المتداولة في البورصتين بنفس العام.

3.8.2 مؤشرات بورصة المشتقات المالية:

1. حجم عقود خيارات الأسهم المتداولة:

الجدول رقم (12)

حجم عقود خيارات الأسهم المتداولة

البورصة	2002	2005	*التغيـــر % (2005-2002)*
فلسطين	-	-	-
المكسيك	-	135 931	-
بيونس أيرس	6 385 047	92 386 767	*%1346.9*
ليما	-	-	-
ساوباولو	89 740 269	266 362 631	*%196.8*
أثينا	-	21 729	-
بودابست	1 040	176	*(%83)*
اسطنبول	-	-	-
مصر	-	-	-
الدار البيضاء	-	-	-
جوهانسبرغ	8 102 185	2 801 262	*(%65.4)*
بيروت	-	-	-
عمان	-	-	-
البحرين	-	-	-
الكويت	غ.م	غ.م	غ.م
مسقط	-	-	-
الهند القومية	2 775 524	5 224 485	*%88.2*
ماليزيا	-	-	-
بومباي	533	غ.م	غ.م
سنغافورة	-	-	-
تايلاند	-	-	-

المصدر: (إعداد الباحث – من بيانات أساسية - الاتحاد العالمي للبورصات، 2006).

غ.م: المعلومات غير متوفرة.

يظهر مؤشر حجم عقود خيارات الأسهم إجمالي حجم العقود المتداولة في بورصة المشتقات المالية، والتي أبرمها المستثمرين على الأسهم المتداولة في البورصة الحاضرة.

ويتضح من البيانات الواردة في الجدول رقم (12) أنه لا يوجد عقود لخيارات الأسهم مدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية. حيث إنه خلال الفترة الممتدة من (2002-2005) قدرت نسبة النمو في حجم عقود خيارات الأسهم ببورصة بيونس أيرس بحوالي 1346.9%، وفي بورصة ساوباولو قدرت نسبة النمو بحوالي 196.8%، وفي بورصة الهند القومية قدرت نسبة النمو بحوالي 88.2%، ولكن بورصة بودابست شهدت في تلك الفترة انخفاضاً بنسبة (83%)، وأيضاً بورصة جوهانسبرغ شهدت انخفاضاً بنسبة (65.4%)، وكان حجم عقود خيارات الأسهم المبرمة في بورصات المكسيك وبيونس أيرس وساوباولو وأثينا وجوهانسبرغ والهند القومية بعام 2005 أكبر من حجم تداول الأسهم العادية وصناديق الاستثمار في هذه البورصات بنفس العام.

خير دليل على زيادة الاهتمام بهذه المنتجات المالية التي نشأت من رحم الهندسة المالية أن عدد البورصات المدرجة لعقود خيارات الأسهم كان في عام 2005 يبلغ 30 بورصة (بورصة عربية واحدة، و10 بورصات ناشئة، و19 بورصة عالمية) (World Federation Exchanges, 2006).

2. حجم عقود خيارات مؤشر الأسهم المتداولة:

الجدول رقم (13)

حجم عقود خيارات مؤشر الأسهم المتداولة

البورصة	2002	2005	*التغير % (2002-2005)*
فلسطين	-	-	-
المكسيك	-	37 346	-
بيونس أيرس	-	-	-
ليما	-	-	-
ساوباولو	1 144 628	2 257 756	*%97.2*
أثينا	1 101 855	700 094	*(%36.4)*
بودابست	-	-	-
اسطنبول	-	-	-
مصر	-	-	-
الدار البيضاء	-	-	-
جوهانسبرغ	10 992 618	11 473 116	*%4.3*
بيروت	-	-	-
عمان	-	-	-
البحرين	-	-	-
الكويت	-	-	-
مسقط	-	-	-
الهند القومية	314 478	10 140 239	*%3124.4*
ماليزيا	-	-	-
بومباي	32	100	*%212.5*
سنغافورة	249 103	157 742	*(%36.6)*
تايلاند	-	-	-

المصدر: (إعداد الباحث – من بيانات أساسية - الاتحاد العالمي للبورصات، 2006).

يظهر مؤشر حجم عقود خيارات مؤشر الأسهم إجمالي حجم العقود المتداولة في بورصة المشتقات المالية، التي أبرمها المستثمرين على مؤشرات الأسهم في البورصة الحاضرة.

ويتضح من البيانات الواردة في الجدول رقم (13) أنه لا يوجد عقود لخيارات مؤشـر الأسهم مدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية. حيث إنه خلال الفترة الممتـدة مـن (2002-2005) قدرت نسبة النمو ببورصة ساوباولو بحوالي 97.2%، وفي بورصة جوهانسبرغ قدرت نسبة النمو بحوالي 4.3%، وفي بورصة الهند القومية قدرت نسبة النمو بحـوالي 3124.4%، وفي بورصة بومباي قدرت نسبة النمو بحوالي 212.5%، ولكن بورصة أثينا شهدت في تلـك انخفاضاً بنسبة (36.4%)، وأيضاً بورصة سنغافورة شهدت انخفاضاً بنسبة (36.6%). وكـان حجم عقود خيارات مؤشر الأسهم المبرمة في بورصات المكسيك وأثينا وجوهانـسبرغ والهنـد القومية بعام 2005 أكبر من حجم تداول الأسهم العادية وصناديق الاستثمار في هذه البورصات بنفس العام.

عدد البورصات المدرجة لعقود خيارات مؤشر الأسهم في عام 2005 يبلغ 32 بورصة (9 بورصات ناشئة، و23 بورصة عالمية) (World Federation Exchanges, 2006).

3. حجم عقود مستقبليات الأسهم المتداولة:

الجدول رقم (14)

حجم عقود مستقبليات الأسهم المتداولة

البورصة	2002	2005	التغيـــر % (2005-2002)
فلسطين	-	-	-
المكسيك	-	19 400	-
بيونس أيرس	-	300	-
ليما	-	-	-
ساوباولو	-	-	-
أثينا	202 730	1 424 516	%602.6
بودابست	452 638	740 396	%63.5
اسطنبول	-	-	-
مصر	-	-	-
الدار البيضاء	-	-	-
جوهانسبرغ	2 224 042	24 434 415	%998.6
بيروت	-	-	-
عمان	-	-	-
البحرين	-	-	-
الكويت	غ.م	غ.م	غ.م
مسقط	-	-	-
الهند القومية	8 587 332	68 911 754	%702.4
ماليزيا	-	-	-
بومباي	28 339	-	(%100)
سنغافورة	13 690	-	(%100)
تايلاند	-	-	-

المصدر: (إعداد الباحث – من بيانات أساسية - الاتحاد العالمي للبورصات، 2006).

غ.م: المعلومات غير متوفرة.

يظهر مؤشر حجم عقود مستقبليات الأسهم إجمالي حجم العقود المتداولة فـي بورصـة المشتقات المالية، والتي أبرمها المستثمرين على الأسهم المتداولة في البورصة الحاضرة.

ويتضح من البيانات الواردة في الجدول رقم (14) أنه لا يوجد عقود لمستقبليات الأسهم مدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية. حيث إنه خلال الفترة الممتـدة مـن (2002-2005) قدرت نسبة النمو في حجم عقود مستقبليات الأسهم ببورصة أثينـا بحـوالي 602.6%، وفـي بورصة بودابست قدرت نسبة النمو بحوالي 63.5%، وفي بورصة جوهانسبرغ قـدرت نـسبة النمو بحوالي 998.6%، وفي بورصة الهند القومية قدرت نسبة النمو بحوالي 702.4%، أمـا بورصة بومباي فقد شهدت انخفاضاً بنسبة (100%)، وأيضاً بورصة سنغافورة شهدت انخفاضاً بنسبة (100%)، وكان حجم عقود مستقبليات الأسهم المبرمة في بورصات أثينـا وبودابـست وجوهانسبرغ والهند القومية بعام 2005 أكبر من حجم تداول الأسهم العادية وصناديق الاستثمار في هذه البورصات بنفس العام.

عدد البورصات المدرجة لعقود مستقبليات الأسهم كان في عام 2005 يبلغ 16 بورصة (7 بورصات ناشئة، و9 بورصات عالمية) (World Federation Exchanges, 2006).

4. حجم عقود مستقبليات مؤشر الأسهم المتداولة:

الجدول رقم (15)

حجم عقود مستقبليات مؤشر الأسهم المتداولة

البورصة	2002	2005	*التغيـــر % (2005-2002)*
فلسطين	-	-	-
المكسيك	49 243	410 565	*%733.7*
بيونس أيرس	-	-	-
ليما	-	-	-
ساوباولو	-	-	-
أثينا	2 429 532	2 512 957	*%3.4*
بودابست	309 056	529 563	*%71.3*
اسطنبول	-	-	-
مصر	-	-	-
الدار البيضاء	-	-	-
جوهانسبرغ	8 026 118	10 654 407	*%32.7*
بيروت	-	-	-
عمان	-	-	-
البحرين	-	-	-
الكويت	-	-	-
مسقط	-	-	-
الهند القومية	1 641 779	47 375 214	*%2785.6*
ماليزيا	233 863	1 111 575	*%375.3*
بومباي	12 226	-	-
سنغافورة	10 209 261	21 725 170	*%112.7*
تايلاند	-	-	-

المصدر: (إعداد الباحث – من بيانات أساسية - الاتحاد العالمي للبورصات، 2006).

يظهر مؤشر حجم عقود مستقبليات مؤشر الأسهم إجمالي حجم العقـود المتداولـة فـي بورصة المشتقات المالية، والتي أبرمها المستثمرين على مؤشـرات الأسـهم فـي البورصـة الحاضرة.

ويتضح من البيانات الواردة في الجدول رقم (15) أنه لا يوجد عقود لمستقبليات مؤشر الأسهم مدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية. حيث إنه خلال الفترة الممتدة من (2002-2005) كانت نسبة النمو في حجم عقود مستقبليات مؤشر الأسهم ببورصة المكسيك 733.7%، وفي بورصة أثينا قدرت نسبة النمو بحوالي 3.4%، وفي بورصة بودابست قدرت نسبة النمو بحوالي 71.3%، وفي بورصة جوهانسبرغ قدرت نسبة النمو بحوالي 32.7%، وفي بورصة الهند القومية قدرت نسبة النمو بحوالي 2785.6%، وفي بورصة ماليزيا قدرت نسبة النمو بحوالي 375.3%، وفي بورصة سنغافورة قدرت نسبة النمو بحوالي 112.7%، وكان حجم عقود مستقبليات مؤشر الأسهم المبرمة في بورصات المكسيك وأثينا وبودابست وجوهانسبرغ والهند القومية وماليزيا وسنغافورة بعام 2005 أكبر من حجم تداول الأسهم العادية وصناديق الاستثمار في هذه البورصات بنفس العام. عدد البورصات المدرجة لعقود مستقبليات مؤشر الأسهم كان في عام 2005 يبلغ 29 بورصة (9 بورصات ناشئة، و20 بورصة عالمية) (World Federation Exchanges, 2006).

4.8.2 مؤشرات أخرى:

1. عدد الأوراق المالية ذات صكوك الشراء المدرجة:

الجدول رقم (16)

عدد الأوراق المالية ذات صكوك الشراء المدرجة

البورصة	2002	2005	*التغير % (2002-2005)*
فلسطين	-	-	-
المكسيك	11	26	*%136.3*
بيونس أيرس	2	-	-
ليما	-	-	-
ساوباولو	-	1	-
أثينا	-	-	-
بودابست	-	-	-
اسطنبول	-	-	-
مصر	-	-	-
الدار البيضاء	-	-	-
جوهانسبرغ	306	321	*%4.9*
بيروت	-	-	-
عمان	-	-	-
البحرين	-	-	-
الكويت	-	-	-
مسقط	-	-	-
الهند القومية	-	-	-
ماليزيا	-	12	-
بومباي	-	-	-
سنغافورة	3	455	*%15066.6*
تايلاند	1	-	*(%100)*

المصدر: (إعداد الباحث – من بيانات أساسية - الاتحاد العالمي للبورصات، 2006).

يظهر مؤشر عدد الأوراق المالية ذات صكوك الشراء المدرجة مدى اتساع البورصة من حيث عدد الشركات التي يمكن تداول أوراقها المالية ذات الصكوك.

ويتضح من البيانات الواردة في الجدول رقم (16) إنه لا يوجد أوراق مالية ذات صكوك شراء مدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية. حيث إنه خلال الفترة الممتـدة مـن (2002-2005) كانت نسبة النمو في عدد الأوراق المالية ذات صـكوك الـشراء المدرجـة ببورصـة المكسيك 136.3%، وفي بورصة جوهانسبرغ قدرت نسبة النمو بحوالي 4.9%، وفي بورصـة سنغافورة قدرت نسبة النمو بحوالي 15066.6%، أما بورصة تايلاند فقد شهدت في تلك الفترة انخفاضاً بنسبة (100%).

عدد البورصات المدرجة للأوراق المالية ذات صكوك في عام 2005 يبلغ 21 بورصة (8 بورصات ناشئة، و13 بورصة عالمية) (World Federation Exchanges, 2006).

2. قيمة الأوراق المالية ذات صكوك الشراء المتداولة:

الجدول رقم (17)

قيمة الأوراق المالية ذات صكوك الشراء المتداولة (مليون دولار أمريكي)

البورصة	2002	2005	*التغيـ ـــر % (2005-2002)*
فلسطين	-	-	-
المكسيك	34,9	150,2	*%330.3*
بيونس أيرس	غ.م	-	-
ليما	-	-	-
ساوباولو	-	208,1	-
أثينا	-	-	-
بودابست	-	-	-
اسطنبول	-	-	-
مصر	-	-	-
الدار البيضاء	-	-	-
جوهانسبرغ	638,3	649,7	*%1.7*
بيروت	-	-	-
عمان	-	-	-
البحرين	-	-	-
الكويت	-	-	-
مسقط	-	-	-
الهند القومية	-	-	-
ماليزيا	-	277,4	-
بومباي	-	-	-
سنغافورة	23,2	6 521,2	*%28008.6*
تايلاند	1,7	-	*(%100)*

المصدر: (إعداد الباحث – من بيانات أساسية - الاتحاد العالمي للبورصات، 2006).

يظهر مؤشر قيمة الأوراق المالية ذات صكوك الشراء عدد الأوراق المالية ذات صكوك الشراء الصادرة عن الشركات المحلية والأجنبية والمتداولة في البورصة مضروبة فـي قيمتهـا السوقية.

ويتضح من البيانات الواردة في الجدول رقم (17) أنه خلال الفترة الممتدة من (2002-2005) كانت نسبة النمو في عدد الأوراق المالية ذات صـكوك الـشراء المدرجـة ببورصـة المكسيك 330.3%، وفي بورصة جوهانسبرغ قدرت نسبة النمو بحوالي 1.7%، وفي بورصـة سنغافورة قدرت نسبة النمو بحوالي 28008.6%، أما بورصة تايلاند فقد شهدت في تلك الفترة انخفاضاً بنسبة (100%).

3. عدد أسهم المؤشرات المدرجة:

الجدول رقم (18)

عدد أسهم المؤشرات المدرجة

البورصة	2002	2005	*التغيـــر % (2005-2002)*
فلسطين	-	-	-
المكسيك	1	26	*%2500*
بيونس أيرس	-	-	-
ليما	3	3	*0*
ساوباولو	-	1	-
أثينا	-	-	-
بودابست	-	-	-
اسطنبول	غ.م	2	غ.م
مصر	-	-	-
الدار البيضاء	-	-	-
جوهانسبرغ	3	7	*%133.3*
بيروت	-	-	-
عمان	-	-	-
البحرين	-	-	-
الكويت	-	-	-
مسقط	-	-	-
الهند القومية	1	5	*%400*
ماليزيا	-	1	-
بومباي	-	1	-
سنغافورة	6	7	*%16.6*
تايلاند	-	-	-

المصدر: (إعداد الباحث – من بيانات أساسية - الاتحاد العالمي للبورصات، 2006).

غ.م: المعلومات غير متوفرة.

يظهر مؤشر عدد أسهم المؤشرات المدرجة مدى اتساع البورصة من حيث عدد أسـهم المؤشرات التي يمكن تداولها في البورصة.

ويتضح من البيانات الواردة في الجدول رقم (18) أنه لا يوجد أسهم مؤشرات مدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية. حيث أنه خلال الفترة الممتدة من (2002-2005) كانت نسبة النمو في أسهم المؤشرات ببورصة المكسيك تقدر بحوالي 2500%، وفي بورصة ليما لم يحدث أي نمو، وفي بورصة جوهانسبرغ قدرت نسبة النمو بحوالي 133.3%، وفي بورصة الهند القومية قدرت نسبة النمو بحوالي 400%، وفي بورصة سنغافورة قدرت نسبة النمو بحوالي 16.6%.

عدد البورصات المدرجة لأسهم المؤشرات كان في عام 2005 يبلغ 29 بورصة (13 بورصة ناشئة، و16 بورصة عالمية) (World Federation Exchanges, 2006).

4. قيمة أسهم المؤشرات المتداولة:

الجدول رقم (19)

قيمة أسهم المؤشرات المتداولة (مليون دولار أمريكي)

البورصة	2002	2005	*التغيـــر % (2005-2002)*
فلسطين	-	-	-
المكسيك	381,0	1 261,2	*%231*
بيونس أيرس	-	-	-
ليما	14,5	3,6	*(%75.1)*
ساوباولو	-	208,1	-
أثينا	-	-	-
بودابست	-	-	-
اسطنبول	غ.م	1 670,1	غ.م
مصر	-	-	-
الدار البيضاء	-	-	-
جوهانسبرغ	290,9	1 215,7	*%317.9*
بيروت	-	-	-
عمان	-	-	-
البحرين	-	-	-
الكويت	-	-	-
مسقط	-	-	-
الهند القومية	11,1	118,4	*%966.6*
ماليزيا	-	12,5	-
بومباي	-	0,7	-
سنغافورة	28,5	20,6	*(%27.7)*
تايلاند	-	-	-

المصدر: (إعداد الباحث – من بيانات أساسية - الاتحاد العالمي للبورصات، 2006).

غ.م: المعلومات غير متوفرة.

يظهر مؤشر قيمة أسهم المؤشرات عدد أسهم المؤشرات التي تم تداولها في البورصـة مضروبة في قيمتها السوقية.

ويتضح من البيانات الواردة في الجدول رقم (19) أنه خلال الفترة الممتدة من (2002-2005) كانت نسبة النمو في قيمة أسهم المؤشرات ببورصة المكسيك 231%، وفي بورصة جوهانسبرغ قدرت نسبة النمو بحوالي 317.9%، وفي بورصة الهند القومية قدرت نسبة النمو بحوالي 966.6%، بينما شهدت بورصة ليما في تلك الفترة انخفاضاً بما نسبته (75.1%)، وبورصة سنغافورة شهدت انخفاضاً بما نسبته (27.7%).

12-2 **الخلاصة:**

يعتبر سوق رأس المال الفلسطيني وبالذات سوق فلسطين للأوراق المالية أحد أهم أركان الكيان الاقتصادي الفلسطيني، فسوق الأوراق المالية المنظمة تلعب دوراً بارزاً في جمع مدخرات القطاع العام والقطاع الخاص بهدف توجيهها لمشاريع التنمية الاقتصادية طويلة الأجل. حيث يتولى السوق الأولي الفلسطيني مهمة تسويق الإصدارات الجديدة من الأدوات المالية الخاصة بمنشآت الأعمال والحكومة، بينما يتولى السوق الثانوي الفلسطيني مهمة توفير عمليات التداول للإصدارات السابقة من خلال خلق المناخ المناسب لالتقاء المدخرين بالمستثمرين عبر شركات الوساطة المالية. ويعتبر سوق فلسطين للأوراق المالية أحد البورصات الناشئة، التي حققت نسب نمو مرتفعة خلال الفترة الممتدة من (2000-2005) بالمقارنة بالفترة الممتدة من (1997-2000)، وهذا ظهر في مؤشرات (رسملة البورصة، وقيمة الأسهم المتداولة، ومعدل الدوران، ونسبة التركيز، ومؤشر الأسهم). ولكن نسب النمو المتحققة كانت تعزى لشركة فلسطين للتنمية والاستثمار (باديكو) وشركة الاتصالات الفلسطينية، وأيضاً كان أداء سوق

فلسطين للأوراق المالية متفوق على بعض البورصات الناشئة محل المقارنة، في معظم مؤشرات بورصة الأسهم.

لكن سوق فلسطين للأوراق المالية يفتقد بدرجة كبيرة للتنويع في الأوراق المالية التي لاقت قبولاً واسعاً في البورصات الأخرى، كصناديق الاستثمار والسندات وعقود الخيارات والمستقبليات والأوراق المالية ذات صكوك الشراء وأسهم المؤشرات، هذا بالرغم من أن نظام الإدراج المنصوص عليه في السوق يسمح بالتعامل بهذه الأوراق المالية في المستقبل. فلماذا لم تدرج هذه الأوراق في السوق بالرغم من كل المزايا المترتبة على إصدارها وإدراجها بالنسبة لكافة أطراف التعامل، وهذا ينسجم بطبيعة الحال مع نتائج الاستبانة ومؤشرات الأسواق المالية.

فإدراج الأسهم الممتازة والسندات سيتبعه تنشيط أداء سوق فلسطين للأوراق المالية من خلال تحقيق التنويع الاستثماري الذي يطمح المشاركين في السوق للاستفادة من مزاياه، ويحقق للبورصة التنشيط من خلال ازدياد عدد أوامر البيع والشراء، وضمان تدفقها باستمرار خلال جلسات التداول، وما يصاحب ذلك من ارتفاع في حجم الصفقات المبرمة، وأيضاً تخفيض درجة تركز التداول على أسهم بعض الشركات المدرجة، والتخفيف من حدة التقلبات السعرية، وبذلك تستطيع سوق فلسطين للأوراق المالية الحد من السمات السلبية الناجمة عن اقتصار التعامل فيها على الأسهم العادية وغياب منتجات الهندسة المالية، عبر إضافة منتجات جديدة ذات جودة عالية تتناسب مع رغبات المستثمرين وتحقق للسوق أهدافها ويكون لها أثر في تنشيط جميع الشركات المدرجة في السوق والتي تمثل القطاعات الاقتصادية الرئيسية، وهذا ما تعكسه نتائج الاستبانة ونتائج مؤشرات الأسواق المالية.

المبحث الثاني

الهندسة المالية ودورها في تنشيط سوق فلسطين للأوراق المالية

الهندسة المالية ودورها في تنشيط سوق فلسطين للأوراق المالية

3-1 المقدمة:

اقتصاد العالم متذبذب بفعل التغيرات السياسية والاقتصادية والاجتماعية التي تحيط في دول ما، إلى جانب التغيرات التي قد تنشأ في أحد القطاعات الاقتصادية أو في شركة معينة في قطاع ما هام، حيث يترتب على ذلك زيادة هامش المخاطرة المحيطة بالاستثمار. لذلك هناك اعتقاد سائد في أوساط رجال المال والأعمال في بداية القرن الواحد والعشرين أن الهندسة المالية يمكنها أن تقدم حلول فعالة تساعد منشآت الأعمال في تحقيق الأهداف الإستراتيجية التي تخطط لها. فالهندسة المالية لا يقتصر دورها فقط على تخفيض تكاليف الأنشطة المنفذة، بل تذهب إلى أبعد من ذلك، فهي تطور وتبتكر منتجات مالية جديدة، وتقدم خدمات وحلول مبدعة للمشكلات التي تواجه منشآت الأعمال. فقد ظهرت لأول مرة للوجود، لمواجهة المخاطر التي تتعرض لها تلك المنشآت (هندي، بدون سنة نشر، ص13).

من أهم المنتجات المالية التي ابتكرها المهندسون الماليون Financial Engineers أسلوب التمويل بالهامش وأسلوب البيع على المكشوف، والأوراق المالية المستحدثة المطورة من الأوراق المالية التقليدية، وعقود المشتقات المالية بأنواعها المختلفة، وصناديق الاستثمار التي

تصدر وثائق استثمارية متباينة تتناسب مع استراتيجيات وأهداف فئات مختلفة من المستثمرين (رمضان، 2002، ص89).

ولأهمية ذلك سيناقش هذا الفصل نشأة الهندسة المالية ومفهومها وأهم منتجاتها غير المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية، ودور هذه المنتجات في تنشيط سوق فلسطين للأوراق المالية.

2-3 نشأة الهندسة المالية:

في مطلع الثمانينات بدأت بورصة وول ستريت (بورصة نيويورك للأوراق المالية) بالاستعانة ببعض الأكاديميين ذوي الشهرة الواسعة مثل Fisher Black & Rechard Roll لتطوير منتجات أسواق المال، وكلما زادت هذه المنتجات تعقيداً كلما زاد الاستعانة بالأكاديميين. وكثيراً من هؤلاء الأكاديميين كانوا حائزين على درجات علمية متقدمة في العلوم. وفي منتصف الثمانينات أخذت هذه العملية الوليدة اسماً أكثر قبولاً وانتشاراً وهو الهندسة المالية، وقد ساهمت العديد من العوامل في نمو الهندسة المالية، وبينما كانت المخاطرة دائماً حاضرة، فإن تقلب أسعار الفائدة وأسعار الصرف زاد زيادة محسوسة في السنوات الأخيرة.

حيث أن بورصة نيويورك للأوراق المالية قد استفادت كثيراً من البحوث والدراسات التي تقوم بها المؤسسات الأكاديمية، وأن تطور الكمبيوتر قد أدى دوراً بارزاً في تقدم صناعة الهندسة المالية.

على الرغم من كون المهندسين الماليين [1] يعملون غالباً في مؤسسات مالية كالبنوك وصناديق الاستثمار وشركات إدارة المحافظ الاستثمارية وغيرها، إلا أن ممارسة الهندسة المالية ليست ذات جانب واحد، وذلك لأن أي مؤسسة مالية قد تطور منتجاً جديداً، ولكن عليها أن تبيع هذا المنتج لعملائها. وهؤلاء العملاء إما شركات أو صناديق استثمار أو مؤسسات حكومية. ولكي يقوم هؤلاء العملاء بتقييم هذا المنتج لغرض اتخاذ قرار الشراء، يجب أن يكون لديهم أفراد ذو مهارة في مجال صناعة الهندسة المالية. ولذلك فإن الهندسة المالية يجب أن تصبح يوماً ما جزءاً مهماً ورئيسياً في قاعدة المعلومات لمن يشغلون وظائف الإدارة أو يشتغلون في مجالات التمويل والاستثمار (رضوان، 2005، ص92-93).

3-3 مفهوم الهندسة المالية:

تعرف الهندسة المالية بأنها "تصميم وتطوير أدوات وآليات مالية مبتكرة، وصياغة حلول إبداعية لمشاكل التمويل". حيث إن التعريف السابق يتضمن ثلاث أنواع من الأنشطة هي كالتالي (رضوان، 2005، ص90-91):

1. ابتكار أدوات مالية جديدة مثل عقود المشتقات المالية.
2. ابتكار آليات تمويلية جديدة من شأنها تخفيض التكاليف كعمليات التداول الإلكتروني.
3. ابتكار حلول جديدة للإدارة المالية التمويلية، مثل إدارة السيولة أو الالتزامات، أو إعداد صيغ تمويلية لمشاريع معينة تلائم الظروف المحيطة بالمشروع.

([1]) بعد ظهور علم الهندسة المالية تم إنشاء الاتحاد الدولي للمهندسين الماليين في عام 1992 وذلك لرعايتهم والارتقاء بصناعة الهندسة المالية حيث يضم 2000 عضو من شتى أنحاء العالم يمثلون الممارسين، والأكاديميين، والمهنيين في المحاسبة والتمويل والاقتصاد والقانون وتكنولوجيا المعلومات. حيث قام الاتحاد بصياغة مجموعة من المعايير لصناعة الهندسة المالية ترتكز على النظرية والتطبيق (The International Association Of Financial Engineers, 2006).

والابتكار المقصود ليس مجرد الاختلاف عن السائد، بل لابد أن يكون هذا الاختلاف متميزاً إلى درجة تحقيقه لمستوى أفضل من الكفاءة والمثالية، وهو ما يعني أن تكون الأداة أو الآلية التمويلية المبتكرة تحقق ما لا تستطيع الأدوات والآليات السائدة تحقيقه.

ويمكن تعريف الهندسة المالية بأنها "المجال الذي يقدم الابتكارات التي تساعد الشركات والمؤسسات في الحد من المخاطر، عبر إصدار الأوراق المالية المستحدثة، واقتراح آليات لرفع كفاءة الأسواق المالية، وتصور حلول مبتكرة لمساعدة الشركات على حل مشاكلها التمويلية".

4-3 منتجات الهندسة المالية:

التغير في البيئة الاقتصادية والاستثمارية أدى إلى ضرورة البحث عن أدوات ومنتجات مالية جديدة. فالتغير في أسعار السلع والخدمات والتضخم ومعدلات الفائدة وأسعار الصرف تطلب البحث عن منتجات مالية جديدة أقل تكلفة وأدنى مخاطرة وأعلى عائد. حيث تشير الإحصائيات ونشرات البورصة يومياً إلى حدوث ما يلي (النجار، 1999، ص236-237):

1. تذبذب أسعار صرف العملات المختلفة تجاه بعضها البعض.
2. زيادة المخاطر البيئية المحيطة بالمؤسسات والتي يصعب السيطرة عليها.
3. زيادة مخاطر الأعمال والتي يجب أن تعرف المؤسسات كيفية السيطرة عليها.
4. تغير أسعار المعادن الثمينة (الذهب والفضة) وأسعار السلع الأساسية والمواد الخام.

ونتيجة للأسباب السابقة بدأت تزداد منتجات الهندسة المالية، فحدثت في البورصات تغيرات فنية جذرية انعكست بالإيجاب على كفاءة هذه البورصات، وتطور الفكر التمويلي والاستثماري لدى إدارات المشاريع عبر تبني ما يلي (هندي، بدون سنة نشر، ص15):

1. استحداث أوراق مالية جديدة والذي يعتبر أكثر مجالات الهندسة المالية خصوبة. حيث يمكن تصنيف الأوراق المالية المستحدثة إلى ثلاث أنواع:

أ. أوراق مالية مخلقة من أصول مالية أخرى (التوريق).

ب. أوراق مالية جديدة في طبيعتها وهي عقود المشتقات المالية.

ج. أوراق مالية تمثل تطويراً لأوراق مالية تقليدية.

2. ابتكار أنظمة تساهم في رفع كفاءة البورصة، ويمكن تصنيف هذه الأنظمة إلى ما يلي:

أ. الابتكارات الهادفة إلى تخفيض تكلفة المعاملات مثل: إجراء التسجيل على الرف [1] .

ب. الابتكارات التي تتيح الفرصة لاستخدام الأساليب التكنولوجية الحديثة الهادفة إلى زيادة سرعة تنفيذ المعاملات المالية مثل: نظام التداول الآلي أو الالكتروني [2] .

ج. الابتكارات التي تخفض الرصيد النقدي العاطل مثل التمويل بالهامش والبيع على المكشوف.

3. إيجاد حلول للمشكلات التي تواجهها منشآت الأعمال، وذلك بالتركيز على التطبيقات التالية:

أ. إدارة مخاطر الاستثمار في السندات.

ب. إعادة هيكلة الشركات من خلال تغير هيكل رأس المال وشكل الملكية.

ج. تحويل الشركة المساهمة العامة إلى شركة خاصة.

([1]) هو إجراء يسمح للمنشآت التي تصدر أوراقاً مالية من حين إلى آخر بأن تقدم طلب تسجيل رئيسي يتضمن خطة زمنية لإصدار ورقة مالية ما، حيث تغطي الخطة فترة زمنية معينة على أن يتم الإصدار على دفعات، والجهة المُصدرة من خلال اتباع هذا الإجراء يتحقق لها المرونة في مواجهة ظروف السوق، كما يتيح لها فرصة أفضل لتحديد توقيت الإصدار، وأيضاً يخفض من تكلفة الإصدار، أما بنك الاستثمار يتحقق له في حالة اتباع هذا الإجراء مجموعة من المزايا أهمها: انخفاض المجهود والوقت اللازم لتصريف الاكتتاب، وأيضاً انخفاض تكلفة الإصدار (هندي، بدون سنة نشر، ص226).

([2]) في ظل هذا النظام تختفي الحاجة إلى المتخصصين الذي يتولون مهمة مقابلة أوامر الشراء مع أوامر البيع. وتختفي الحاجة إلى النظام اليدوي الذي كان يقوم على تدوين تجار الأوراق المالية لأسعار الشراء والبيع على الورق. حيث يقوم السماسرة أو شركات الوساطة المالية بتلقي الأوامر من العملاء ثم يقومون بإدخالها في النظام، حيث تتم مقابلة أوامر الشراء مع أوامر البيع. وتكون أولوية التنفيذ للسعر ثم لتوقيت إدخال الأمر، وهذا النظام تشرف عليه البورصة بصورة مباشرة (هندي، بدون سنة نشر، ص272).

5-3 الأساليب المتبعة في تسوية الصفقات:

المتعاملون في البورصة لا يبرمون صفقات بيع وشراء الأوراق المالية بشكل مباشر مع البورصة، حيث يتم التعامل عبر شركات الوساطة المالية أو شركات السمسرة الحاصلة على عضوية البورصة. فكل متعامل في البورصة سواء أكان مستثمراً أو مضارباً يقوم بفتح حساب نقدي في شركة السمسرة يشبه الحساب الجاري لدى البنوك التجارية. أما الحساب الهامشي فيشبه في البنك التجاري الحساب الجاري المدين (السحب على المكشوف). وعادة يقوم المستثمر عند فتح حساب هامشي مع السمسار بتوقيع عقد يطلق عليه اسم "اتفاق عميل". ويمنح هذا الاتفاق شركة السمسرة حق تقديم الأوراق المالية للبنوك التجارية كرهن أو كضمان للحصول على قروض منها بشرط أن تكون هذه الأوراق قد اشتريت باستخدام حساب هامشي. ومعظم شركات السمسرة تتوقع من خلال هذا الاتفاق، أن يقوم المستثمرون بإقراض أوراقهم المالية إلى آخرين يرغبون في البيع على المكشوف. والمستثمر عبر استخدامه للحساب الهامشي يستطيع أن يقوم بعمليات معينة، ما كان يستطيع القيام بها إذا استخدم الحساب النقدي، ومن هذه العمليات التمويل بالهامش والبيع على المكشوف (الحناوي وآخرون، 2002، ص26-28).

1.5.3 أساليب تسوية صفقات الشراء:

قد يعتمد المستثمر أو المضارب في تمويل شرائه للأوراق المالية على أمواله الذاتية، وهذا يسمى "بالتمويل النقدي الكلي"، أو يقوم بتمويل استثماراته بجزء من أمواله الخاصة، وباقي المبلغ يقترضه من أحد البنوك أو شركات السمسرة وذلك بضمان الأوراق المالية محل صفقة الشراء وهو ما يسمى "بالتمويل النقدي الجزئي أو الشراء الهامشي أو التمويل بالهامش" (بورصتي القاهرة والإسكندرية، 2005-ب، ص11).

التمويل بالهامش يسمح للمستثمر باستخدام مفهوم الرفع المالي [1] ، حيث إن العميل يعود عليه الربح المجزي في حالة ارتفاع أسعار الأوراق المالية، ولكنه قد يتعرض لتكبد خسائر كبيرة في حالة انخفاض أسعار الأوراق المالية.

والتوسع في استخدام أسلوب التمويل بالهامش عند إبرام صفقات شراء الأوراق المالية بدون استخدام الأساليب العلمية لتقدير العوائد والمخاطر المترتبة، وفي ظل عدم الالتزام بالضوابط المنظمة لهذا التعامل، سيساهم في إحداث مجموعة من الأزمات التي قد تؤدي إلى انهيار الاقتصاد الكلي، فهذا الأسلوب كان أحد أسباب أزمة الكساد الكبير في عام 1929 التي شهدتها البورصات العالمية، حيث يظهر التأثير السلبي لهذا الأسلوب عندما تبدأ الأسعار بالهبوط، فحينئذٍ يسارع السماسرة إلى مطالبة عملائهم بسداد الفروق حفاظاً على نسبة الحدود، فإن عجزوا عن السداد، يقوم السماسرة ببيع الأوراق المالية المودعة لديهم كضمان، وببيع السماسرة لتلك الأوراق المالية سيترتب عليه تعرض الأسعار لمزيد من الهبوط، حيث تزداد أوامر البيع وتقل أوامر الشراء فيؤدي ذلك إلى انهيار البورصة بفعل انخفاض أسعار الأوراق المالية المدرجة فيها. ولذلك معظم البورصات تقوم بسن مجموعة من الإجراءات التي تضبط التعامل بأسلوب التمويل بالهامش، وتكون هذه الإجراءات قابلة للتعديل بما يخدم مصلحة التعامل في البورصة (البرواري، 2002، ص189).

فمثلاً سوق فلسطين للأوراق المالية والتي لا تطبق أسلوب التمويل بالهامش حتى اللحظة، تطرقت لهذا الأسلوب في نظام تداول الأوراق المالية حيث وضعت بعض المحددات

([1]) الرفع المالي يعني المتاجرة بأموال الغير بهدف تحقيق الربح، وينشأ عن ذلك تكبد التكاليف المالية الثابتة المتمثلة في فوائد القروض وتوزيعات الأسهم الممتازة (هندي، 1999، ص117).

والشروط التي تضبط ممارسة هذا الأسلوب من قبل المتعاملين في سوق فلسطين للأوراق المالية، ومنها ما يلي (سوق فلسطين للأوراق المالية، 2005-و، ص23):

1. أن لا يقل الهامش المبدئي لصفقة شراء الأوراق المالية عن 50%.
2. لا يجوز أن تزيد نسبة ما تقترضه الشركة العضو لتمويل مخزونها من الأوراق المالية عن (5) أضعاف رأس مالها.
3. يجوز للشركة العضو رفع الهامش المبدئي إلى نسبة أعلى من 50%.
4. يجوز للشركة العضو تحديد هامش وقاية معين لا يجوز أن يقل عنه الهامش المبدئي.
5. لا يجوز أن يقل هامش الوقاية عن 25% من قيمة الصفقة.

والتمويل بالهامش يعتبر أحد أهم منتجات الهندسة المالية ولكي يكتب لهذا المنتج الاستمرارية لابد من أن يحقق المكاسب لكافة أطراف التعامل. فالمستثمر زادت قوته الشرائية حيث إنه يستطيع شراء كمية أكبر من الأوراق المالية مع عدم قيامه بدفع كامل قيمة الصفقة من موارده الذاتية، وأيضاً حصل على القرض بمعدل فائدة أقل من الاقتراض المباشر. أما البنك فقد أتيحت له فرصة تشغيل موارده المالية في تقديم قروض مضمونة بالأوراق المالية ذاتها، وبنظام يوفر له الحماية إذا ما انخفضت قيمة الصفقة التي ساهم القرض في تمويلها. فهناك هامش الوقاية وما يرتبط به من مطالبة العميل بزيادة الهامش الفعلي إلى مستوى هامش الوقاية، أو تصفية جزء من قيمة الصفقة حتى يتساوى الهامش الفعلي مع هامش الوقاية.

أما السمسار فقد حصل على عمولة السمسرة، إضافة إلى ذلك الفرق بين سعر الفائدة الذي يدفعه العميل وسعر الفائدة الذي يدفعه السمسار للبنك، وتحققت للبورصة عدة مكاسب منها أن التمويل بالهامش يعتبر أحد الأدوات المؤثرة في ضبط حركة البورصة. فعندما ترتفع

مستويات الأسعار بدون مبرر وتزداد المضاربات، يمكن لإدارة البورصة رفع نسبة الهامش، مما يؤدي إلى انخفاض الطلب على القروض المستخدمة في التمويل بالهامش لتضعف سيولة البورصة، مما يضع حداً للمضاربة، بل ويزيل الآثار التي ربما قد تركتها على مستويات الأسعار. وعلى نفس النهج يمكن تقليل نسبة الهامش عندما تعاني البورصة من حالة ركود.

ويؤدي التمويل بالهامش إلى زيادة عمق البورصة [1] واتساعها [2] وهما سمتان أساسيتان لتوفير السيولة اللازمة للمستثمرين (هندي، بدون سنة نشر، ص248-249).

ونستخلص مما سبق أن أسلوب التمويل بالهامش وهو أحد أهم الأساليب المستحدثة في تسوية صفقات الشراء بما يتيحه من فرص استثمارية للمتعاملين في البورصة، سيكون له أثر ايجابي على أداء سوق فلسطين للأوراق المالية في حالة تطبيقه، حيث سيترتب على ذلك حدوث ارتفاع في عدد أوامر البيع والشراء، وستدفق باستمرار خلال جلسات التداول، وحجم الصفقات المبرمة سوف يرتفع، وستنخفض درجة تركز التداول على أسهم بعض الشركات المدرجة في السوق، وسيتم التخفيف من حدة التقلبات السعرية، إلى جانب مجموعة من المزايا الأخرى والتي من أهمها الاستخدام الكفء للموارد المالية المتاحة للبنوك ومؤسسات الإقراض التي تنشط بصورة كبيرة في بورصات الأوراق المالية وتؤثر على أدائها. وبذلك تستطيع سوق فلسطين للأوراق المالية الحد من السمات السلبية الناجمة عن اقتصار التعامل فيها على الأسهم العادية وغياب منتجات الهندسة المالية، عبر إضافة منتجات جديدة ذات جودة عالية. فتطبيق هذا الأسلوب يبين حرص سوق فلسطين للأوراق المالية على تطوير الآليات والأساليب الهادفة إلى

([1]) عمق البورصة يقصد به تدفق أوامر البيع والشراء بصورة مستمرة للورقة المالية المعنية، بعضها يحمل أسعار أعلى من السعر الجاري في البورصة، وبعضها يحمل أسعار أقل. وتتسم البورصة ذات العمق بأن تقلباتها السعرية تكون في مدى أو نطاق محدود، بفعل الأوامر المستمرة التي من شأنها أن تعيد للبورصة توازنها بسرعة كلما حدث خلل فيها (هندي، 1999، ص406).

([2]) اتساع البورصة على عكس البورصة المحدودة، فالبورصة تكون متسعة عندما يوجد عدد كبير من أوامر البيع والشراء، حيث يسهل في ظله إعادة الخلل في الأسعار بسرعة. فالبورصة ذات العمق تكون أوامر البيع والشراء فيها مستمرة عند مستويات أعلى وأدنى من سعر البورصة، بينما البورصة ذات الاتساع تكون فيها الأوامر كبيرة (هندي، 1999، ص407).

رفع كفاءة البورصة والتي تجعل المستثمرين أكثر قدرة على التخطيط ورسم الاستراتجيات الاستثمارية الفعالة، وجميع المزايا السابقة ستتحقق في ظل الاستخدام السليم لهذا الأسلوب الذي يضمن انضباط حركة سوق فلسطين للأوراق المالية في ظل حالات الرواج والكساد للحفاظ على استقرار الأسعار، وهذا ما تعكسه نتائج الاستبانة.

2.5.3 أساليب تسوية صفقات البيع:

الأصل في المعاملات أن تشترى الورقة المالية أولاً ثم تباع فيما بعد، وهو السلوك المتوقع من المستثمر الذي يشتري الورقة المالية بهدف بيعها بسعر أعلى من سعر الشراء هادفاً من ذلك تحقيق الأرباح. غير أن بعض البورصات يوجد فيها نمط آخر للتعامل يقوم به المضاربين، وفيه تباع الورقة المالية المقترضة أولاً ثم تشترى فيما بعد عندما تنخفض قيمتها السوقية عن القيمة التي سبق أن بيعت بها ويسمى هذا النمط "بالبيع على المكشوف". فالبائع على المكشوف لا يبرم هذه الصفقة إلا حينما يعتقد بأن الورقة المالية محل الصفقة سينخفض سعرها فيحقق هامش ربح (الفرق بين سعر البيع على المكشوف وسعر شراء الورقة المالية)، وتتم هذه المعاملة من خلال المستثمرين إذا ما كانوا يملكون علاقات قوية مع شركات السمسرة أو الوساطة المالية (هندي، 1999، ص119-120).

فإتباع أسلوب البيع على المكشوف في إبرام الصفقات يرتكز على قيام المستثمر باستقراض أي ورقة مالية من أي مالك لهذه الورقة، حيث تتولى هذه المهمة شركة السمسرة التي يتعامل معها، ثم يقوم بعد توفير الورقة المالية ببيعها إلى طرف ثالث يرغب في شرائها. حيث تودع قيمة الصفقة لدى المقرض كرهن مقابل الأوراق المالية التي تم إقراضها إلى أن يقوم البائع على المكشوف بردها إلى المقرض حسب الاتفاق المبرم بين الطرفين.

وفي العادة يكون قرض البيع على المكشوف قابل للاستدعاء من المقرض، وقابل للرد من المقترض، في أي لحظة يبدي فيها أحد الطرفين رغبته في ذلك. وإذا ما كانت الرغبة من طرف المقرض يصبح لزاماً على المقترض رد الأسهم إما بشرائها من البورصة أو باقتراضها من شخص آخر، وذلك خلال 24 ساعة. وعادة ما يلعب السمسار دوراً بارزاً في هذا الشأن، إذ يقوم بنفسه بالبحث عن طرف آخر يقترض منه ذات الأسهم لحساب العميل، وهي مسألة لا تستغرق وقتاً ولا تخرج عن كونها استبدال مقرض بمقرض آخر. ومن ناحية أخرى يمكن للمقترض أن يرد للمقرض في أي لحظة الأسهم التي سبق أن اقترضها. وأسلوب البيع على المكشوف يتطلب مجموعة من الإجراءات والتنظيمات لمواجهة خطر الائتمان الذي يحيط بصفقات البيع على المكشوف ولتجنب زعزعة البورصة (Paul & Silvio, 2003, p2).

يقوم هذا الأسلوب في التعامل على فكرة الرفع المالي كمثل التمويل بالهامش، حيث أن العميل يعود عليه الربح المجزي في حالة انخفاض أسعار الأوراق المالية، وقد يتعرض لتكبد خسائر كبيرة في حالة ارتفاع أسعار الأوراق المالية. وأسلوب البيع على المكشوف يستخدم من قبل المستثمر في أغراض عدة غير المضاربة، وهي كالتالي (هندي، 1997، ص154-161):

1.2.5.3 *أغراض الضريبة:*

يقصد بها إبرام صفقة البيع على المكشوف لضمان تحقيق الربح وفي نفس الوقت تأجيل سداد الضريبة عن تلك الأرباح. ولتحقيق ذلك ينبغي أن يكون تحت تصرف المستثمر ذات الأسهم محل صفقة البيع على المكشوف لاستخدامها في إقفال حساب الصفقة.

2.2.5.3 أغراض التغطية:

يقصد بالتغطية استخدام البيع على المكشوف لحماية المستثمر من مخاطر انخفاض أسعار الأوراق المالية التي يملكها. ولها نوعين التغطية الكاملة والتغطية غير الكاملة:

1. **التغطية الكاملة:** حيث يقوم المستثمر في ذات الوقت الذي يشتري فيه أسهماً بغرض الاستثمار، ببيع عدداً مساوي من ذات الأسهم على المكشوف، وبذات السعر.
2. **التغطية غير الكاملة:** في التغطية الكاملة كان يشترط تساوي عدد الأسهم المشتراة مع عدد الأسهم المباعة على المكشوف، وأن يتم الشراء والبيع على المكشوف بذات السعر. وإذا لم يتوفر أحد هذين الشرطين تصبح التغطية غير كاملة.

3.2.5.3 أغراض المراجحة:

يقصد بالمراجحة الموازنة وهي اغتنام فرصة وجود فروق في أسعار ورقة مالية ما في بورصتين مختلفتين، وذلك بشراء الورقة من البورصة ذات السعر المنخفض، وبيعها في نفس الوقت على المكشوف في البورصة الأخرى التي تباع فيها الورقة بسعر مرتفع وتحقيق الأرباح من جراء تلك الممارسة. ومن غير المتوقع أن تسفر عملية المراجحة عن تساوي سعر الورقة في البورصتين، وذلك بسبب اختلاف الضريبة وتكلفة المعاملات.

4.2.5.3 أغراض تيسير تسليم الأوراق المالية:

يمكن استخدام البيع على المكشوف كأداة لتيسير تسليم الأوراق المالية. فلو أن المستثمر في إجازة يقضيها بمكان بعيد عن الخزينة التي يحتفظ فيها بمحتويات محفظة الأوراق المالية الخاصة به، في الوقت الذي كانت فيه الأسعار في البورصة مشجعة لإصدار أمر بيع، فإنه يمكنه تحقيق بغيته دون حاجة إلى قطع إجازته. ويتم ذلك بإصدار أمر إلى السمسار بالبيع على

المكشوف لعدد من الأوراق المالية مساوياً للأوراق المالية التي يملكها ويرغـب فـي بيعهـا. وبمجرد انتهاء الإجازة يقوم بتسليم الأوراق المالية للمقرض ويقفل حساب الصفقة.

وتعليمات البيع على المكشوف ضرورية لضمان ضبط أداء البورصـة، حيـث كـان التعامل بموجب اتفاقيات البيع على المكشوف كبيراً جداً في البورصات العاملة في الهنـد مثـل بورصة الهند القومية وبورصة بومباي، حيث كان نصيب عمليات البيع على المكـشوف مـن مجموع حجم التداول في البورصات الهندية يتراوح ما بين (85% - 90%) في ظل عدم وجود تنظيمات وقواعد تحكم التعامل بأسلوب البيع على المكشوف، مما نتج عن ذلك تفاقم مخاطر هذه العملية في أواخر عام 1996 بعد كساد التداول في البورصات، وبناءً عليه تم تشكيل لجنة مـن هيئة سوق رأس المال في الهند لصياغة التعليمات اللازمة لتنظيم هذه المعاملة.

فمخاطرة البيع على المكشوف تتبلور في إمكانية تحقيق المضارب لخسائر بفعل ارتفاع سعر السهم بدلاً من انخفاضه خلال الفترة المتفق عليها للتسليم، حيث إنه في حالة الشراء أولاً ثم البيع تتحدد الخسارة من مبلغ الاستثمار الأصلي بنسبة لا تتجاوز 100% لكون سعر الـسهم لـن يصل إلى قيمة سالبة. أما في حالة البيع على المكشوف فالخسارة المحتملة كبيرة لعدم وجود حـد معين لارتفاع السعر. فالمضاربون على الصعود Bulls قد يحدثوا ارتفاع وهمي اصطناعي فـي سعر السهم من خلال احتكار الأسهم المتقلبة السعر. وهذه العملية تحدث كثيـراً وبالـذات عنـد معرفة هؤلاء المضاربون بحاجة البائعين على المكشوف لشراء الأسهم بهدف تغطية عمليات البيع السابقة. حيث يجد هؤلاء الباعة صعوبة في إمكانية شراء أو اقتراض الأسهم محل الصفقة من أي شخص. فملاذهم الأخير بالرغم من المخاطرة المرتفعة هم المضاربون على ارتفـاع الأسـعار،

وأشكال هذا الصراع متعددة بين المضاربين على السعر والبائعين على المكشوف مثـل إشـاعة الأخبار الكاذبة في الصحف وغيرها من الوسائل (Gupta, 2002, p1).

وقد حدث ارتفاع حاد في أسعار صفقات بيع الأوراق المالية المبرمـة فـي بورصـات اليابان باتباع أسلوب البيع على المكشوف، فقامت وكالة الخدمات المالية اليابانية في شهر مـارس من عام 2002 باتخاذ إجراءات تأديبية ضد أثنى عشر شركة سمسرة من أكبر الشركات العاملـة في مجال تداول الأوراق المالية سواء أكانت أجنبية أو محلية، لكونها لـم تفـصح لمجلـس إدارة البورصة عن صفقات البيع على المكشوف المبرمة، وأيضاً لكونها قامت بإبرام صفقات بيع على المكشوف لأسهم بسعر أقل من أخر سعر منشور.

ولذلك دعت وكالة الخدمات المالية اليابانية بالتعاون مع بورصة طوكيو لوضـع نظـام سيطرة داخلي أكثر صرامة يقلل من خرق البائعين على المكشوف للقوانين ذات العلاقـة، لكـون البيع على المكشوف أصبح أحد أهم أدوات رسم السياسة النقدية في اليابان والعالم، فغالبية الأنظمة المصرفية العالمية تتأثر بدرجة كبيرة بأداء البورصة (Rhee & Luke, 2003, p5-6).

فمثلاً سوق فلسطين للأوراق المالية والتي لا تطبق أسلوب البيع على المكـشوف حتـى اللحظة، تطرقت لهذا الأسلوب في نظام تداول الأوراق المالية حيث وضـعت مجموعـة مـن المحددات والشروط التي تضبط ممارسة هذا الأسلوب من قبل المتعاملين في سـوق فلـسطين للأوراق المالية، ومنها ما يلي (سوق فلسطين للأوراق المالية، 2005-و، ص25):

1. لا يجوز إجراء البيع على المكشوف إذا كان السعر الجاري للورقة المالية محل الصفقة أقـل من سعرها السابق.

2. لا يجوز إجراء البيع على المكشوف إذا كان السعر الجاري للورقة المالية محل الصفقة يساوي السعر السابق عليه، وكان هذا السعر أقل من السعر الذي قبله.
3. يجوز للسوق منع أو تقييد البيع على المكشوف في السوق نهائياً أو لمدة محددة.

والبيع على المكشوف يعتبر أحد أهم منتجات الهندسة المالية ولكي يكتب لهذا المنتج الاستمرارية لابد من أن يحقق المكاسب لكافة أطراف التعامل. وهو كذلك فالمقرض حصل على قيمة صفقة البيع على المكشوف نقداً وأيضاً الهامش المبدئي، وله الحق في استثمارها وتحقيق العائد من ذلك. أما حق التصويت الذي يفقده فليس له قيمة لكونه لا يهدف إلى الاستثمار طويل الأجل (هندي، بدون سنة نشر، ص253-254). أما البائع على المكشوف فقد حقق أرباحاً دون استثمار يذكر، فقط تكبد دفع هامش مبدئي يودعه لدى بيت السمسرة أو شركة الوساطة المالية، وقد يتعرض البائع على المكشوف للمخاطر ولكن بالحد الأدنى لكونه يبرم العديد من الصفقات على أوراق مالية متنوعة، بالإضافة إلى كونه له الحق متى شاء في إعادة الأسهم المقترضة للمقرض قبل توقع الارتفاع الحاد في أسعار الأوراق المالية محل الصفقة فيحد من خسائره (International Organization of Securities Commissions, 2003, p5).

تحققت للبورصة عدة مكاسب فالبيع على المكشوف يلعب دوراً بارزاً في الحفاظ على التوازن بين قيمة الورقة المالية الحقيقية والقيمة السوقية وهذا يؤدي إلى تحسين كفاءة البورصة [1] ، فحسب قانون العرض والطلب في حالة ارتفاع الطلب على ورقة مالية ما، مما يؤدي إلى ارتفاع سعرها إلى مستوى يفوق قيمتها العادلة، حينئذٍ يكون السبيل لإعادة السعر إلى مستوى

(1) البورصة ذات الكفاءة هي التي يعكس فيها سعر السهم كافة المعلومات المتاحة عن الشركة المدرجة، سواء تمثلت تلك المعلومات في القوائم المالية أو في معلومات تبثها وسائل الأعلام، أو تمثلت في السجل التاريخي لسعر السهم في الأيام والأسابيع والسنوات الماضية، أو في تحليلات أو تقارير عن آثار الحالة الاقتصادية العامة على أداء المنشأة، أو غير ذلك من المعلومات التي تؤثر على القيمة السوقية للسهم (Pike & Neale, 1993, p35).

القيمة العادلة هو المزيد من عرض تلك الورقة، فيكتشف عندئذٍ المضارب وجود خلل سعري، فيستخدم جزء من موارده المالية كهامش مبدئي يودعه لدى السمسار، بما يمكنه من اقتراض الورقة المالية محل الصفقة من مخزون لدى السمسار أو لدى تاجر الأوراق المالية ليطرحها للبيع، مساهماً بذلك في زيادة المعروض منها، بالشكل الذي يعيد لسعر الورقة المالية توازنه. أما في حالة زيادة العرض من ورقة مالية ما، مما يؤدي إلى انخفاض سعرها إلى مستوى أقل من قيمتها العادلة، حينئذٍ يكون السبيل لإعادة السعر إلى مستوى القيمة العادلة منع إبرام صفقات البيع على المكشوف على الأوراق المالية التي يكون سعرها الجاري أقل من سعرها السابق، وأيضاً زيادة نسبة الهامش المبدئي على صفقات البيع على المكشوف المبرمة والتي لا تتنافي مع التعليمات والقوانين ذات العلاقة (صيام، 2003، ص68-69).

ونستخلص مما سبق أن ممارسة البيع على المكشوف على الرغم من تعقيدها إلى أنهـا ضرورية لكونها تساهم في تحقيق العديد من الإيجابيات المذكورة سابقاً وذلك في ضوء مجموعـة من التعليمات التي تنظم هذا الأسلوب، لأن انتشار استخدام هذا الأسلوب في تسوية الصفقات دون وجود ضوابط قد يؤدي إلى انهيار البورصة. ولذلك نجاح هذا الأسلوب مرهون بقدرة المتعاملين الذين يقومون بإبرام صفقات البيع على المكشوف على متابعة ظروف البورصـة بالتعـاون مـع مدراء محافظهم الاستثمارية أو شركات الوساطة المالية التابعين لها. والتركيز على تحليل **العائـد والمخاطرة** المترتبة على بيع السهم على المكشوف، لكون هذين العنصرين هما الأساس في اتخاذ أي قرار استثماري. فهذا الأسلوب يعتمد بدرجة كبيرة على تحليل أداء الورقة المالية في الماضي واستخدام الأساليب العلمية في التنبؤ بالأداء المستقبلي لهذه الورقة المالية على المدى القصير.

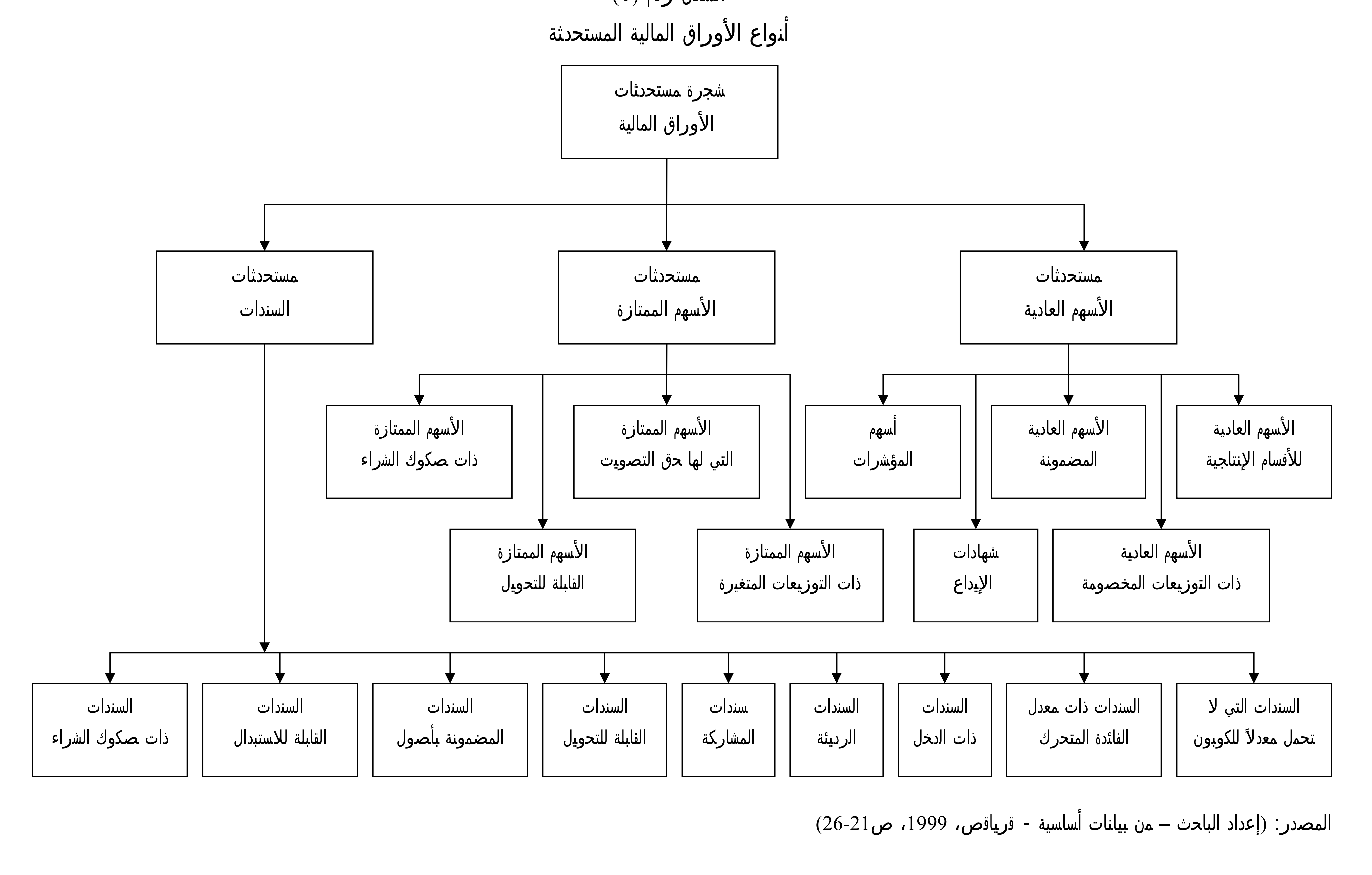
فهذا الأسلوب سيكون له أثر ايجابي على أداء سوق فلسطين للأوراق المالية في حالـة تطبيقه حيث ستدخل فئات من المستثمرين الجدد الذين لا يملكون الأموال الكافية لشراء الأوراق المالية المدرجة في السوق لغرض أعادة بيعها، حيث سيترتب على ذلك ارتفاع في عدد أوامـر البيع والشراء، وتدفقها باستمرار خلال جلسات التداول، وحدوث ارتفاع فـي حجـم الـصفقات المبرمة، وتخفيض درجة تركز التداول على أسهم بعض الـشركات المدرجـة فـي الـسوق، والتخفيف من حدة التقلبات السعرية، وبذلك تستطيع سوق فلسطين للأوراق الماليـة الحـد مـن السمات السلبية الناجمة عن اقتصار التعامل فيها على الأسهم العادية وغياب منتجـات الهندسـة المالية، عبر إضافة منتجات جديدة ذات جودة عالية. فتطبيق هذا الأسلوب يبين حـرص سـوق فلسطين للأوراق المالية على تطوير الآليات والأساليب الهادفة إلى رفع كفاءة البورصة والتـي تجعل المستثمرين أكثر قدرة على التخطيط ورسم الاستراتجيات الاستثمارية الفعالـة، وجميـع المزايا السابقة ستتحقق في ظل الاستخدام السليم لهذا الأسلوب الذي يضمن انضباط حركة سوق فلسطين للأوراق المالية في ظل حالات الرواج والكساد فتستقر أسعار تداول الأوراق المالية في السوق، وهذا ما تعكسه نتائج الاستبانة.

6-3 الأوراق المالية المستحدثة:

هناك العديد من الأوراق المالية المستحدثة التي طورها المهندسون الماليون من الأوراق المالية التقليدية، والشكل رقم (1) يوضح أهم أنواع الأوراق المالية المستحدثة الصادرة عن الشركات والمدرجة في البورصات المنظمة وغير المنظمة (قرياقص، 1999، ص21-26):

الشكل رقم (1)

أنواع الأوراق المالية المستحدثة



المصدر: (إعداد الباحث – من بيانات أساسية - قرياقص، 1999، ص21-26)

1.6.3 مستحدثات الأسهم العادية:

بجانب الأسهم العادية التقليدية يوجد أنواع جديدة من الأسهم العادية التي ظهرت حديثاً وهي كالتالي (قرياقص، 1999، ص21-26):

1. **الأسهم العادية للأقسام الإنتاجية:** الأصل أن تكون توزيعات الأسهم العادية المُصدرة لأحد الشركات مربوطة بالأرباح التي تحققها الشركة ككل، ولكن بعض الشركات الموجودة في الولايات المتحدة الأمريكية أصدرت أسهم إنتاجية يرتبط كل نوع منها بالأرباح التي يحققها قسم معين من الأقسام الإنتاجية، وعلى الرغم من المزايا التي تحققها هذه الأسهم إلا أنها خلقت نوع من تضارب المصالح بين المستثمرين بسبب الاختلاف في تحديد أسعار التحويل بين الأقسام.

2. **الأسهم العادية ذات التوزيعات المخصومة:** الأصل أن التوزيعات التي يحصل عليها حملة الأسهم العادية لا تعتبر بمثابة أعباء يجب خصمها من الإيرادات قبل احتساب الضرائب. ولكن في الولايات المتحدة الأمريكية صدر تشريع ضريبي يسمح للشركات التي تبيع حصة من أسهمها العادية إلى العاملين فيها في ظل خطة معينة لمشاركتهم في ملكية هذه المنشآت بخصم توزيعات تلك الأسهم من الإيرادات قبل احتساب الضريبة. والمؤسسات المالية التي تمنح صندوق العاملين التمويل اللازم لعملية الشراء تعفى من دفع الضريبة على 50% من الفوائد التي تحصل عليها.

3. **الأسهم العادية المضمونة:** ليس لمالك السهم العادي الحق في الرجوع إلى الشركة التي أصدرته لأخذ قيمته إذا ما انخفض سعر السهم السوقي. إلا أنه ظهر في الولايات المتحدة الأمريكية عام 1984 لأول مرة أسهماً عادية تعطي لحاملها الحق في مطالبة المنشأة بالتعويض إذا ما انخفضت القيمة السوقية للسهم إلى حد معين خلال فترة محددة عقب الإصدار، ويحقق هذا النوع للمستثمر المزايا التالية:

أ- يمكن للمستثمر تحقيق أرباح رأسمالية مع كل ارتفاع في القيمة السوقية.

ب- مخاطر التعرض لخسائر تحدث فقط إذا ما انخفضت القيمة السوقية للسهم إلى أقل من المستوى المحدد للتعويض، حيث لن تتجاوز خسائر المساهم قيمة الفرق بين سعر الشراء وبين الحد الأدنى للقيمة السوقية المضمون من الشركة.

والتعويض يكون إما على صورة أسهم عادية إضافية أو في صورة نقدية أو في صورة أسهم ممتازة.

4. **شهادات الإيداع:** إن آلية جمع رؤوس أموال الشركات لم تعد مقيدة داخل نطاق جغرافي معين، فقد أصبحت الشركات في الدول المتقدمة والنامية على حدٍ سواء تبحث عن التمويل بأقل تكلفة ممكنة، لذلك اشتدت المنافسة في مختلف البورصات العالمية في مجال توفير صيغ تمويلية تتناسب مع متطلبات الشركات ومع رغبات وميول المستثمرين (Aggarwal, 1999, p4).

وهناك سبيلين لامتلاك المستثمر لأسهم في شركات مقيدة في بورصة أجنبية، فأما **الأول** فيتمثل في قيام المستثمر المحلي بشراء الأسهم من البورصة الأجنبية مباشرة، أما **الثاني** فيتمثل في انتقال الورقة المالية من البورصة الأجنبية إلى حيث يقطن المستثمر المحلي، ويمكن أن نميز بين حالتين هما كما يلي:

أ- قيد الورقة المالية في البورصة المحلية، وهو شراء المستثمر لسهم منشأة أجنبية مقيدة في البورصة المحلية. مثل شراء المستثمر الأمريكي لسهم منشأة يابانية مقيدة في بورصة نيويورك للأوراق المالية.

ب- قيام المستثمر بشراء إيصال أو شهادة إيداع أمريكية أو دولية.

فهذه الشهادات عبارة عن ورقة مالية كغيرها من الأوراق المالية قابلة للتداول في البورصات الدولية، حيث يقوم بإصدارها المؤسسات أو البنوك الدولية كمثل بنك نيويورك Bank Of New York وتصدر بالدولار الأمريكي أو بأحد العملات الأجنبية الأخرى المتداولة بالسوق الحرة مقابل الاحتفاظ بغطاء نقدي يقابلها من الأسهم المحلية، وذلك بناءً على اتفاق مع الشركة المُصدرة المحلية. ويتم إيداع الأوراق المالية لتلك الشركة لدى وكيل مثل بنك الإيداع أو بنك الإصدار (في المعتاد يكون بنك محلي)، وبالتالي يتم تداول هذه الأوراق كبديل عن الأوراق المالية الأصلية، ومالك شهادات الإيداع هو في الحقيقة مالك للأسهم المحلية المقابلة لها وحسب نسبة التحويل المتفق عليها، وله الحقوق المترتبة لمالك السهم المحلي من حيث التوزيعات النقدية والعينية وبيع الأسهم وغيرها من الحقوق (بورصتي القاهرة والإسكندرية، 2005-ج، ص1).

ولهذه الشهادات أنواع وهي كالتالي:

- **شهادات الإيداع الأمريكية:** هي تلك الشهادات التي يتم إصدارها وتداولها في الولايات المتحدة الأمريكية مقابل إيداع الأوراق المالية لإحدى الشركات الأجنبية.
- **شهادات الإيداع الدولية:** هي تلك الشهادات التي يتم إصدارها وتداولها في أكثر من بورصة من البورصات الدولية وخاصة في أوروبا، وذلك وفقاً لشروط ومتطلبات معينة.

5. **أسهم المؤشرات:** استجابة للدعوة للمزيد من الابتكار والكفاءة لأدوات الاستثمار، فتحت بورصة نازداك أبوابها لقيد ما يسمى بأسهم المؤشرات Index Shares، وذلك في محاولة لتحقيق هدف واحد من أهم أهداف المستثمرين، وهو تخفيض مستوى المخاطر التي يتعرض لها عائد استثماراتهم. فأسهم المؤشرات هي أوراق مالية تعطي لحاملها حق شائع على محفظة مماثلة لمكونات أحد مؤشرات البورصة. حيث قيد أول سهم للمؤشرات في بورصة نازداك في 10

مارس/1999 وهو سهم مؤشر نازداك (Nasdaq-100) والذي ساعد بورصة نازداك على تحقيق النجاح في هذا الجانب هو عزوف الشركات المساهمة العامة عن إدراج أوراقها المالية في بورصة نيويورك بسبب ارتفاع تكاليف المعاملات وعدم وجود نظام تداول الكتروني فيها.

وبورصة نازداك حققت عدة مكاسب جراء قيامها بإدراج أسهم المؤشرات للتداول فيها حيث اكتسبت موقع تنافسي جيد بين البورصات المحلية والعالمية بفعل انخفاض تكاليف التداول فيها وارتفاع معدلات السيولة. وقد قامت بورصة نيويورك للأوراق المالية في 31 يوليو/2001 بإدراج ثلاثة من أسهم المؤشرات الأكثر نشاطاً وهي سهم مؤشر نازداك (Nasdaq-100)، وسهم شهادات ستاندر آند بور (Standard and Poor's Depository Receipt) أو ما يسمى سباي (SPY)، وسهم مؤشر داود جونز الصناعي (Dow Jones Industrial Average) أو ما يسمى (DIA) [1] ، حيث نتج عن إدراجها إبرام صفقات تداول يومية في البورصة بما يقارب 50 مليار دولار (Boehmer & Boehmer, 2002, p1-2).

2.6.3 مستحدثات الأسهم الممتازة:

إلى جانب الأسهم الممتازة التقليدية يوجد أنواع جديدة من الأسهم الممتازة التي ظهرت حديثاً وهي كالتالي (قرياقص، 1999، ص27-28):

1. **الأسهم الممتازة ذات التوزيعات المتغيرة:** الأصل في الأسهم الممتازة أن لها توزيعات ثابتة لا تتغير وتتحدد بنسبة معينة من القيمة الاسمية للسهم [2] ، ولكن ظهرت في الولايات المتحدة

([1]) مؤشر داود جونز الصناعي يعد من أقدم المؤشرات وأكثرها شيوعاً، إذ نشر لأول مرة في صحيفة وول ستريت في 3 يوليو من عام 1884، وذلك باسم الشخص الذي صممه وهو تشارلز دو، الذي أصبح فيما بعد محرراً لتلك الصحيفة. ومؤشر داو جونز لمتوسط الصناعة هو المؤشر العام الذي يقيس حالة الأسعار السائدة في بورصة نيويورك، وتشتمل عينة المؤشر على 30 سهم، وتبلغ القيمة السوقية لأسهم الشركات الممثلة فيه ما يزيد عن 20% من القيمة السوقية للأسهم المسجلة في بورصة نيويورك (هندي، 1999، ص142-143).

([2]) لا يوجد قاعدة عامة متبعة في تحديد هذه النسبة لأنها تختلف باختلاف طبيعة مكونات الشركة المُصدرة وما يحكمها من أنظمة داخلية، وتختلف باختلاف طبيعة النشاط التي تزاوله الشركة ومرتبطة بأداء الصناعة التي تنتمي لها الشركة (قرياقص، 1999، ص28).

الأمريكية في عام 1982 لأول مرة نوع جديد من الأسهم الممتازة ترتبط فيها التوزيعات بمعدل العائد على أذونات الخزانة، على أن يتم التعديل على نصيب السهم من الأرباح مرة كل 3 شهور بناءً على التغيرات التي تطرأ على عائد أذونات الخزانة.

2. **الأسهم الممتازة التي لها حق التصويت:** هي الأسهم الممتازة التي تعطى كتعويض لحملة الأسهم العادية عن انخفاض القيمة السوقية للسهم العادي، وتعتبر أحد أشكال التعويض التي تقدمه منشآت الأعمال لملاك الأسهم العادية المضمونة. فهذه الأسهم لها بعض السمات الخاصة فمن يحملها له حق الأولوية على حملة الأسهم العادية في حالة الإفلاس، وقيمة السهم الاسمية تساوي قيمة السهم العادي الاسمية، ولحامله الحق في التوزيعات بنسبة تعادل ما يحصل عليه السهم العادي. كما وله حق التصويت في الجمعية العمومية للمساهمين.

3. **الأسهم الممتازة القابلة للتحويل:** هي الأسهم الممتازة التي يمكن تحويلها إلى أسهم عادية. إذا ما رغب حاملها بذلك. وعادة ما تكون هذه الأسهم الممتازة قابلة للاستدعاء وذلك بهدف إجبار حاملها على تحويلها. وهذا في حالة ما تكون قيمة التحويل أعلى من سعر الاستدعاء. ويحدد في نشرة الإصدار طريقة تحويل الأسهم الممتازة ونسبتها وكذلك موعد تحويلها منذ بداية الإصدار (هندي، 2003-أ، ص39).

4. **الأسهم الممتازة ذات صكوك الشراء:** هي أسهم ممتازة تصدرها الشركات، معها صكوك (Warrants) تمنح حاملها خيار شراء عدد معين من الأسهم العادية الصادرة عن الشركة مستقبلاً وبسعر معين متفق عليه وخلال فترة زمنية محددة.

ومن الممكن تداول هذه الصكوك بذاتها أو أن يتم تداولها مع السهم الممتاز المصاحب لها (Hatch & Robinson, 1989, p615-616).

3.6.3 مستحدثات السندات:

استحدث في الثمانينات والتسعينات من القرن العشرين أنواع جديدة من السندات، لها سمات تختلف عن سمات السندات التقليدية (العادية) [1] بصورة أو بأخرى، حيث حظيت السندات باهتمام كبير من قبل المهندسين الماليين بشكل لم تحظ به أي أداة تمويل أخرى. ومن أنواع السندات المستحدثة ما يلي (هندي، بدون سنة نشر، ص365):

1. **السندات التي لا تحمل معدلاً للكوبون:** هي السندات التي تباع بخصم على القيمة الاسمية. على أن يسترد المستثمر القيمة الاسمية عند تاريخ الاستحقاق، كما يمكنه بيعها في البورصة بالسعر السائد، وذلك في حالة رغبة المستثمر بالتخاص من سنداته قبل تاريخ الاستحقاق حيث أنه يحصل على فائدة وهي حصيلة الفرق بين قيمة السند الاسمية وقيمة شراء السند ، وقيمة هذه السندات تتزايد بمرور الزمن نتيجة لتراكم الفوائد (هندي، بدون سنة نشر، ص365).
2. **السندات ذات معدل الفائدة المتحرك:** هي سندات استحدثت في بداية الثمانيات من القرن الماضي بهدف مواجهة التضخم الذي أدى إلى رفع معدلات الفائدة. مما ترتب عليه انخفاض القيمة السوقية خاصة للسندات طويلة الأجل بشكل ألحق بحامليها خسائر رأسمالية كبيرة. وفي العادة يتم تحديد سعر فائدة مبدئي لهذه السندات يستمر العمل به لمدة ستة شهور. على أن يعاد النظر في سعر الفائدة دورياً كل نصف سنة بهدف تعديله ليتلاءم مع معدلات الفائدة الجارية في سوق المال (هندي، بدون سنة نشر، ص365-366).
3. **السندات ذات الدخل:** هذه السندات مشروطة بتحقيق الشركة للأرباح، فإذا حققت الشركة أرباح فإن حامل السند سيحصل على فائدة أعلى من سعر الفائدة الثابت على السندات الأخرى،

([1]) تنقسم السندات التقليدية إلى ما يلي (عقل، 2000، ص144):

أ- السندات المُصدرة لحاملها: حيث تدفع الفائدة وأصل مبلغ السند المستحق في نهاية عمره لحامله نفسه.

ب- السندات الاسمية: حيث تدفع الفائدة وأصل المبلغ للشخص المسجل اسمه على السند.

مع أنه قد ينص في بعض نشرات الإصدار على أن يحصل حامل السند على الفوائد عن سنة لم تحقق فيها الشركة أرباح، وذلك من أرباح سنة لاحقة، كما قد ينص على ضرورة قيام المنشأة باحتجاز جزء من الأرباح لسداد قيمة السندات عندما يحل تاريخ استحقاقها أو تكون هذه السندات قابلة للتحويل لأسهم عادية، والسندات ذات الدخل أكثر أنواع السندات مخاطرة من وجهة نظر حامليها، أما بالنسبة للشركة فإن هذه السندات تحول دون تعرضها لصعوبات مالية مثل خطر الإفلاس والتصفية (عباس، 2002، ص280).

4. **السندات الرديئة (متواضعة الجودة):** هي سندات استحدثت في الثمانينات من القرن العشرين، بهدف تيسير امتلاك أعضاء مجلس إدارة الشركة لحصة كبيرة في رأس مال المنشأة التي يديرونها، وهذا استجابة لبعض التطورات التي شهدتها الأسواق المالية خاصة في مجالات تمويل عمليات الانضمام والاندماج وشراء المؤسسات. من خلال إصدار قروض تستخدم حصيلتها لشراء جزء من أسهم الشركة المتداولة في البورصة. وعادة ما يترتب على ذلك زيادة كبيرة في نسبة الأموال المقترضة إلى الأموال المملوكة. بشكل يجعل الاستثمار في تلك السندات محفوفاً بالمخاطر. وهو ما يقتضي أن يكون معدل الكوبون الذي تحمله مرتفعاً ليعوض المستثمرين عن تلك المخاطر (هندي، بدون سنة نشر، ص189).

5. **سندات المشاركة:** هي السندات التي تمنح المستثمر حق ليس فقط في الفوائد الدورية بل وفي جزء من أرباح المنشأة التي تقرر توزيعها (هندي، بدون سنة نشر، ص368).

6. **السندات القابلة للتحويل:** هي السندات التي تمنح حاملها الخيار في تحويل السند إلى عدد معين من الأسهم العادية، ويتمنى دائماً حامل السند أن يحدث ارتفاع في أسعار أسهم الشركة ليحقق أرباح مرتفعة نتيجة الاستفادة من نمو الشركة. أما في حالة انخفاض أسعار الأسهم فليس

هناك التزام يجبر حامل السند على التحويل. ويحدد في نشرة الإصدار طريقة تحويل السندات ونسبتها وكذلك موعد تحويلها منذ بداية الإصدار (Brealey & Myers, 1988, p309).

7. **السندات المضمونة بأصول (التوريق):** هي السندات أو أدوات الإقراض التي يتم تداولها في البورصة وتكون مضمونة بأصل له عائد أو إيراد تمتلكه الشركة المُصدرة. وهذه الأوراق المالية تتميز بعائد مرتفع مما يجذب المستثمرين الذين لديهم استعداد تام لتحمل مخاطر الائتمان والدفع مقدماً، وتتسم أيضاً بالسيولة المرتفعة. ولكي تكون السندات المضمونة بأصول ذات سيولة ويمكن تسويقها، يجب أن تكون مقبولة لدى المستثمرين كأداة حافظة للقيمة المادية. ومن ثم فإن هذه الورقة المالية يجب أن تكون قد صنفت وقيمت من قبل شركة تصنيف وتقييم أو أن تكون مضمونة من قبل ضامن مستقل، وأخيراً لضمان سيولة التعامل على الورقة المالية يتم إصدار الطرح بضمان أصول ذات طبيعة متجانسة.

وأي نوع من الأصول التي تولد عائد أو إيراد مستمر تصلح لأن تكون ورقة دين سهلة التسويق وفعلياً معظم السندات المضمونة بأصول تكون مصاحبة بقروض أو أي أصول مالية أخرى، ومن الممكن تصنيف السندات المضمونة بأصول إلى سندات رهن عقاري أو سندات غير عقارية مثل "ديون المشروعات الصغيرة والسيارات المؤجرة والأوراق التجارية المضمونة بأصول وبطاقات الائتمان وقروض شراء الأراضي وقروض بناء المنازل أو أي أوراق مالية أخرى".

وقد زاد حجم وكمية التعامل على السندات المضمونة بأصول في البورصات العالمية سواء المتقدمة منها أو الناشئة، ففي عام 1995 بلغ حجم السندات المضمونة بأصول 316.3 مليار دولار أمريكي بالمقارنة بحجم هذه السندات في الربع الثالث من 2002 الذي بلغ 1489.9

مليار دولار أمريكي، ومن بين البورصات الناشئة التي تزدهر فيها صناعة التوريق ماليزيا وكوريا الجنوبية وباكستان وسنغافورة والبرازيل وجنوب أفريقيا وبولندا وحديثاً مصر (بورصتي القاهرة والإسكندرية، 2005-د، ص4-5).

5. **السندات القابلة للاستبدال:** هي سندات استحدثت في الولايات المتحدة الأمريكية في عام 1986، فالسهم محل الاستبدال بالسند هو لمنشأة أخرى غير المنشأة المُصدرة للسند. فبذلك تنخفض تكلفة الأموال، حيث أن معدل الكوبون يكون منخفض عادة على هذه السندات.

ويوجد وفورات ضريبية على الفوائد. ومن الأفضل توفير التمويل من خلال إصدار هذا النوع لعدة أسباب هي كالتالي (هندي، بدون سنة نشر، ص360-361):

أ- عائد تلك الأسهم بعد الضريبة قد يكون أكبر من التكلفة الفعلية للسندات.

ب- الاستفادة من مزايا الرفع المالي.

ج- قابلية الاستدعاء، بحيث تستطيع الشركة استدعاء السندات قبل أن ترتفع أسعار الأسهم وتصبح قيمة الاستبدال اكبر من القيمة السوقية للسند.

6. **السندات ذات صكوك الشراء:** هي سندات تصدرها الشركات، معها صكوك (Warrants) تمنح حاملها خيار شراء عدد معين من أسهم الشركة مستقبلاً وبسعر معين متفق عليه وخلال فترة زمنية محددة. ومن الممكن تداول هذه الصكوك بذاتها أو أن يتم تداولها مع السند المصاحب لها، وهذه السندات تشبه عقود الخيارات في كونهما مرتبطان بالأوراق المالية التي تصدرها الشركة، وتختلف عنها في جوانب أخرى منها ما يلي (Hatch & Robinson, 1989, p615-616):

أ. السندات ذات صكوك الشراء تصدر عن الشركة نفسها، بينما عقود الخيارات تصدر عن المستثمرين.

ب. في حالة تنفيذ الصكوك فأنه سيحدث زيادة في عدد أسهم الشركة، بينما في حالة ممارسة حق خيار الشراء فلن يترتب على ذلك زيادة في حجم أسهم الشركة المُصدرة.

ج. خيار الشراء يمتد لفترة زمنية قصيرة نسبياً (بضعة أسابيع)، بينما صكوك الشراء تمتد لفترات زمنية طويلة نسبياً تتراوح ما بين سنتين وعشر سنوات.

د. تستطيع الشركة المُصدرة للسندات ذات صكوك الشراء تغير شروط العقد في أي لحظة، وذلك لتجبر حملتها على التنفيذ دون انتظار مدة طويلة.

فالهندسة المالية ابتكرت هذا النوع لتحسين سيولة السندات، أي لكي ترغب المستثمر في شرائها. وبذلك تصبح المنشأة قادرة على إصدار سندات بدون رصد أصول لضمان الوفاء بقيمتها عند الاستحقاق، وتصدر هذه السندات بمعدل كوبون منخفض فتنخفض بالتالي تكلفة التمويل. وبالذات للمنشآت الصغيرة، وتساعد المنشأة في تصريف إصدارتها مستقبلاً دون تكبد تكاليف إصدار مرتفعة.

ونستخلص مما سبق أن الهندسة المالية ابتكرت وطورت هذه المستحدثات المالية لغرض الاستجابة لمتطلبات المُصدرين الراغبين في تحقيق العديد من المزايا ومنها الحصول على أكبر قدر ممكن من الأموال وتخفيض التكاليف المصاحبة لهذا التمويل. وأيضاً سيتحقق التنويع الاستثماري للراغبين في توظيف أموالهم في توليفات متنوعة من الأوراق المالية التي تتباين فيما بينها من حيث العائد والمخاطرة والسيولة. فهذه المستحدثات في حال ما أدرجت في سوق فلسطين للأوراق المالية فأنها سيكون لها أثر إيجابي في تنشيط السوق، فسيترتب على ذلك حدوث ارتفاع في عدد أوامر البيع والشراء، وستدفق الأوامر باستمرار خلال جلسات التداول، وسيصاحب ذلك ارتفاع في حجم الصفقات المبرمة، وستنخفض درجة تركز التداول على أسهم

بعض الشركات المدرجة، وأيضاً ستخف حدة التقلبات السعرية، وبذلك تستطيع سوق فلـسطين للأوراق المالية الحد من السمات السلبية الناجمة عن اقتصار التعامل فيها على الأسهم العاديـة وغياب منتجات الهندسة المالية، وهذا ما تعكسه نتائج الاستبانة ونتائج مؤشرات الأسواق المالية.

7-3 عقود المشتقات المالية:

1.7.3 مفهوم عقود المشتقات المالية:

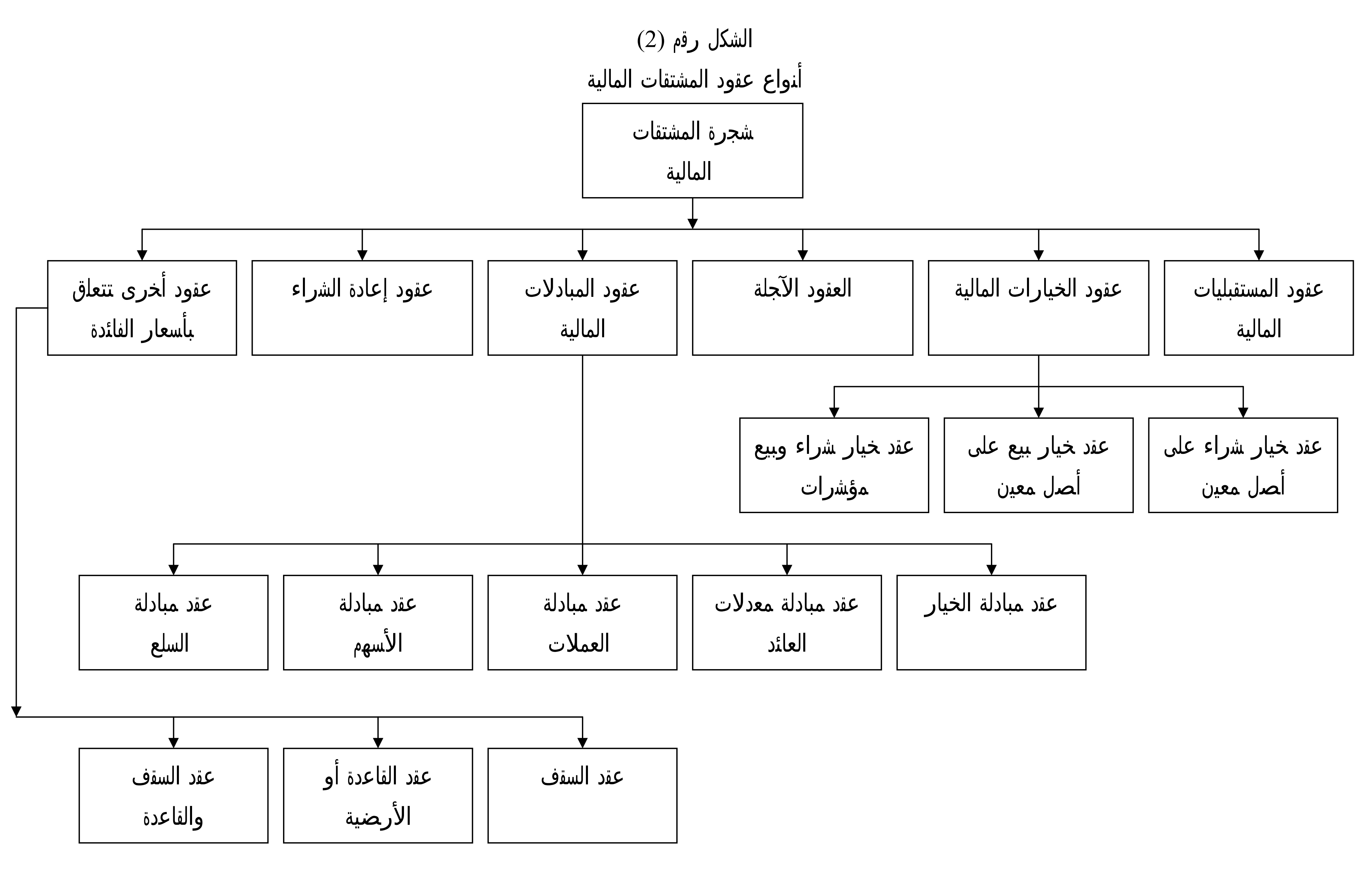
تعرف عقود المشتقات المالية بأنها "أدوات استثمارية جديدة ومتنوعة، مشتقة من أدوات استثمارية تقليدية كالأسهم والسندات، وقيمتها السوقية تشتق أو تتوقف كلياً على القيمة السوقية لأصل أخر يتداول في السوق الحاضر سواء المنظم أو غير المنظم" (رزق، 2004، ص96).

2.7.3 أنواع عقود المشتقات المالية:

من الصعب جداً حصر كافة أدوات المشتقات المالية التي قدمتها مراكز البحث والابتكار، فالهندسة المالية لا تتوقف عن صناعة المنتجات المالية الجديدة وتقديم الابتكارات المالية المستحدثة. والشكل رقم (2) يوضح أبرز وأهم عقود المشتقات المالية المتعامل بها في البورصات المنظمة وغير المنظمة (رزق، 2004، ص102-103):

الشكل رقم (2)

أنواع عقود المشتقات المالية



المصدر: (رزق، 2004، ص103)

3.7.3 أهمية عقود المشتقات المالية واستخداماتها:

عقود المشتقات المالية لم يكن ظهورها وليد الصدفة أو مجرد ابتكار لورقة مالية جديدة، فهذه المنتجات لها أهمية اقتصادية، تتمثل فيما يلي (هندي، 2003-ب، ص11):

1. **التغطية ضد المخاطر (التحوط):** كان التقلب الحاد في أسعار السلع والأوراق المالية في الستينات من القرن العشرين، حجر الأساس لبذل جهود مكثفة من قبل المهندسين الماليين بهدف توفير أدوات مالية جديدة وتفعيل الأدوات المالية التقليدية المتاحة لمواجهة تلك الظاهرة. فعقود المشتقات المالية أداة جيدة للتغطية ضد المخاطر الرئيسية التي يتعرض لها المستثمرون والتي تشمل عادة ما يلي:

أ. مخاطر تقلب أسعار صرف العملات الأجنبية.

ب. مخاطر تقلب أسعار الأوراق المالية.

ج. مخاطر تقلب أسعار الفائدة.

د. مخاطر تقلب أسعار السلع.

وذلك عبر نقل هذه المخاطر إلى طرف آخر، دون الحاجة إلى شراء مسبق للأصل محل التعاقد (هندي، 2003-ب، ص12).

2. **أداة لاستكشاف السعر المتوقع في البورصة الحاضرة:** تزود عقود المشتقات المالية المتعاملين بمعلومات عما سيكون عليه سعر الأصل الذي أبرم عليه العقد في البورصة الحاضرة في تاريخ التسليم، فهي أداة جيدة لاستكشاف مستوى السعر (Srivastava, 2003, p2).

3. **إتاحة فرصة أفضل لتخطيط التدفقات النقدية:** تتميز عقود المشتقات المالية، بكون تكلفة الاستثمار فيها منخفضة جداً ولا تتجاوز نسبة الهامش المنصوص عليها، وهذا يتيح للمتعاملين

فرصة أكبر لتخطيط التدفقات النقدية مستقبلاً وتحقيق التوازن المنشود بين السيولة والربحية (هندي، 2003-ب، ص18).

4. **إتاحة فرص استثمارية للمضاربين:** يدخل المضارب طرفاً في عقود المشتقات المالية بغرض تحقيق الربح، من خلال الاستفادة من ميزة المتاجرة بالهامش أو الرفع المالي، إذ يكفي أن يدفع المضارب في عقود المستقبليات المالية سواء كان مشترياً أو بائعاً قيمة الهامش المطلوب، وفي عقود الخيارات المالية أن يدفع المشتري قيمة علاوة الخيار (هندي، 2003-ب، ص20).

5. **تيسير وتنشيط التعامل على الأصول محل التعاقد:** يتميز التعامل في بورصات المشتقات المالية بانخفاض تكلفة المعاملات إلى مستوى يستحيل على البورصات الحاضرة أن تنافسها فيه. وهذا الانخفاض له أثره على سيولة البورصة، حيث تصبح البورصة أكثر كفاءة، مما يتيح فرصة أفضل لإبرام الصفقة بسعر مقارب للسعر العادل.

وأيضاً يساهم التعامل بعقود المشتقات المالية في تنشيط بورصة الأصل المتعاقد عليه، وذلك بزيادة حجم التداول عليه (هندي، 2003-ب، ص21).

6. **سرعة تنفيذ الاستراتيجيات الاستثمارية:** نظراً لمرونة عقود المشتقات المالية وسيولتها الجيدة، فهذا يجعلها أكثر جاذبية في تنفيذ الاستراتجيات الاستثمارية (هندي، 2003-ب، ص22).

7. **تحقيق سمة الكمال للبورصة:** يتحقق الكمال للبورصة لو أنه وفر للمتعاملين كافة الأصول المالية التي تتناسب مع أهدافهم ورغباتهم، سواء من حيث العائد أو المخاطرة. وبالرغم من كون الكمال على الصورة السابقة أمر يستحيل تحقيقه، فإن عقود المشتقات المالية أصبح من الممكن الاعتماد عليها في تكوين توليفات (تشكيلات) من عقود المشتقات المالية وأوراق مالية متداولة في

البورصة الحاضرة، في ظلها يتحقق للمستثمر مستويات فريدة من العائد والمخاطرة. لا تحققها أي ورقة مالية متداولة في البورصة الحاضرة (هندي، 2003-ب، ص23-24).

4.7.3 مخاطر استخدام عقود المشتقات المالية:

هناك مجموعة من المخاطر المحيطة بالتعامل بعقود المشتقات المالية والتي لابد من أخذها بعين الاعتبار، وأهمها ما يلي (رضوان، 2005، ص331-333):

1. **مخاطر الائتمان:** هي المخاطر المتمثلة في الخسائر الناتجة عن نكوث أحد الأطراف عن الوفاء بالتزاماته الناشئة عن أحد عقود المشتقات المالية.

2. **مخاطر السيولة:** هذه المخاطر تتحقق عند عدم تمكن البائع من الحصول على ثمن الأوراق المالية محل التعاقد في موعدها مما قد يضطره إلى الاقتراض أو تسييل بعض أصوله حتى يتمكن من مقابلة التزاماته اتجاه الغير. وكذلك يتعرض المشتري لذات المخاطر عند قيامه بالوفاء بثمن الأوراق المالية التي تعاقد على شرائها دون أن يتمكن من حيازة الأوراق المالية المتعاقد عليها في موعدها. في هذه الحالة أيضاً قد يضطر إلى اقتراض الأوراق المالية محل التعاقد أو الدخول في عقد جديد.

3. **مخاطر الإحلال:** هذه المخاطر لا تتعلق بإخفاق أحد الأطراف في الوفاء بالتزاماته خلال فترة التسوية، وإنما بعدم قدرته على الوفاء بهذا الالتزام مطلقاً، وهو الأمر الذي يضطر معه الطرف الآخر إلى الدخول في عقد جديد حتى يتمكن من الوفاء بالتزاماته اتجاه الغير مع تحمله لخسائر جسيمة والتي تتمثل في الفرق بين سعر التعاقد وسعر الأوراق المالية المتعاقد عليها في البورصة الحاضرة.

4. **المخاطر التشغيلية:** تنشأ المخاطر التشغيلية من خلال عمليات المقاصة والتسوية نتيجة عدم كفاءة نظم المعلومات أو الرقابة الداخلية، والإخفاق في إجراء عمليات المقاصة والتسوية بكفاءة عالية الأمر الذي يترتب عليه خسائر للمشاركين في البورصة لم يكن في وسع أحد التنبؤ بها نتيجة التأخير في التسوية أو الأخطاء أو الغش.

5. **المخاطر القانونية:** ترجع هذه المخاطر إلى كون هذه العقود ليست ملزمة قانونياً في حالة عقود الخيارات، وبمعنى آخر ليس لها قوة التنفيذ وتصبح عملية الالتزام أكثر صعوبة إذا كانت العقود دولية.

6. **المخاطر السوقية:** كل تغير في حركة الأسعار في البورصة الحاضرة يقترن بتغير مماثل في بورصات عقود المشتقات المالية باستثناء الفوارق الطفيفة في الأسعار الناتجة عن حساسية البورصة، وهذا يؤدي إلى إضعاف المركز المالي للشركة والناشئ عن مركزها في المشتقات.

5.7.3 تطور عقود المشتقات المالية عالمياً:

هناك ما يقارب ثلاثين بورصة في العالم تعرض منتجات مختلفة من المستقبليات والخيارات المالية، حيث إن تداول هذه المنتجات قد توسع بشكل كبير في السنوات الأولى من هذا القرن. وهذا الازدهار ناتج عن التقلبات الحادة في أسعار المنتجات العينية والمالية، ولكن النمو كان على وتيرة أسرع في منتجات المشتقات المالية على حساب منتجات المشتقات العينية. والحقيقة تقول أن المستثمرين بأمس الحاجة لأداة استثمارية تخفف عنهم حدة مخاطر التقلب في الأسعار. والجدول رقم (20) يوضح حجم عقود المشتقات المالية المتداولة من (1999-2003) عالمياً (Research Center In Hong Kong Exchanges, 2004, p1-2):

الجدول رقم (20)

حجم عقود المشتقات المالية المتداولة من (1999-2003) عالمياً

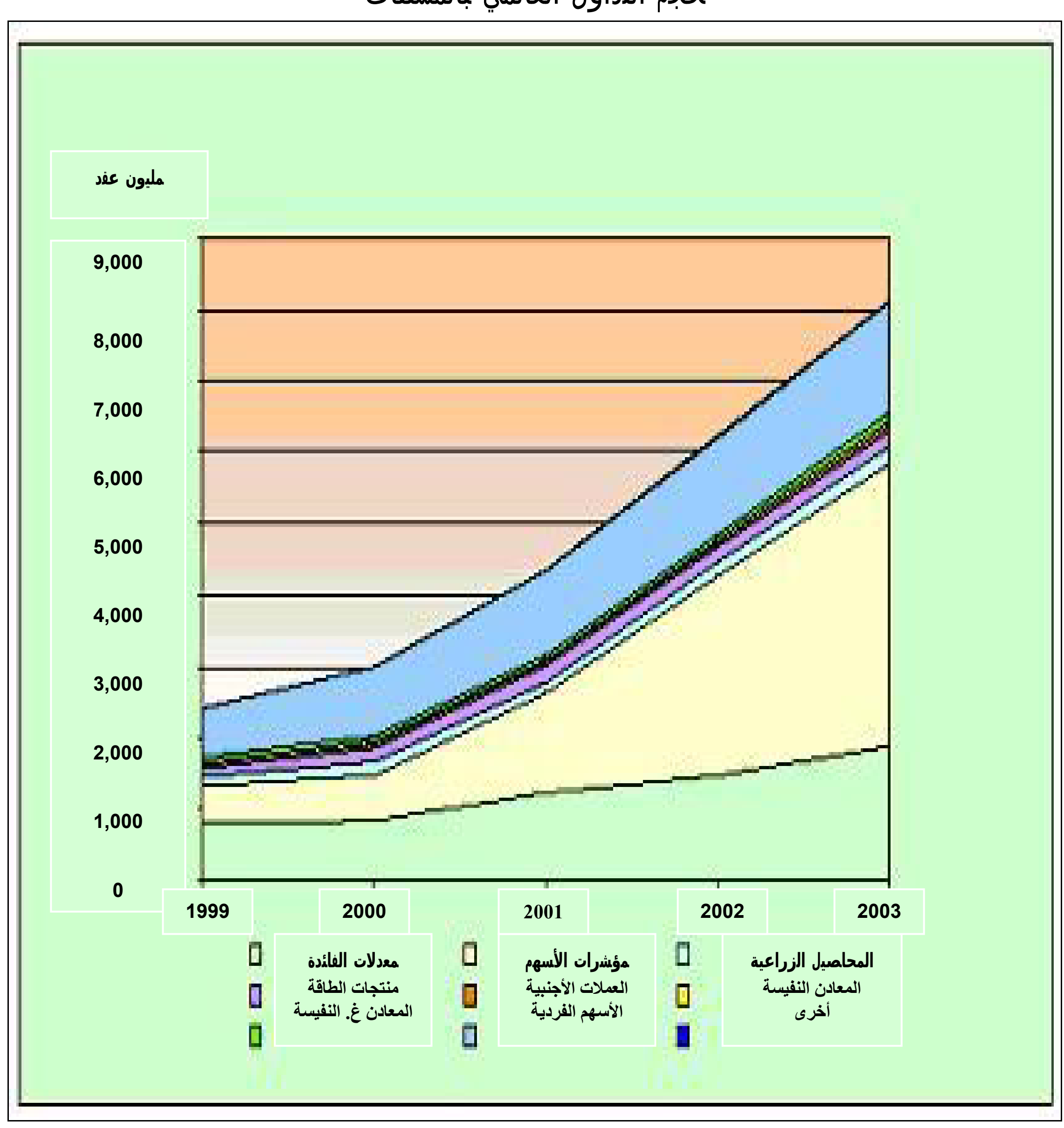
القطاع	العقود المتداولة عام 1999 (بالمليون)	النسبة	العقود المتداولة عام 2003 (بالمليون)	النسبة
مؤشرات الأسهم	521	%21.66	3,961	%48.83
معدلات الفائدة	793	%32.97	1,881	%23.19
الأسهم الفردية	670	%27.86	1,559	%19.22
العملات الأجنبية	41	%1.71	78	%0.96
إجمالي المشتقات المالية	2,025	%84.20	7,479	%92.20
المحاصيل الزراعية	137	%5.70	234	%2.88
منتجات الطاقة	117	%4.86	218	%2.69
المعادن غير النفيسة	71	%2.95	117	%1.44
المعادن النفيسة	55	%2.29	64	%0.79
إجمالي المشتقات العينية	380	%15.80	633	%7.80
إجمالي المشتقات	2,405	%100	8,112	%100

Source: (Researcher Translation - From Basic Data - Research Center In Hong Kong Exchanges, 2004, p1)

يتضح من الجدول رقم (20) أن هناك هبوط في عقود المشتقات العينية حيث كانت النسبة في عام 1999 تعادل 15.8% وانخفضت إلى 7.8% في عام 2003، بينما المشتقات المالية نمت بشكل كبير حيث كانت النسبة في عام 1999 تعادل 84.19% وارتفعت إلى 92.18% في عام 2003، والشكل رقم (3) يوضح حجم التداول العالمي بالمشتقات من (1999-2003):

الشكل رقم (3)

حجم التداول العالمي بالمشتقات



Source: (Researcher Translation - From Basic Data - Research Center In Hong Kong Exchanges, 2004, p2)

حجم التداول السابق هو الجاري في 62 بورصة للمشتقات بنهاية عام 2003، بينهم ثلاثون بورصة تختص بالمشتقات السلعية، ثلاثة عشر منها واقعة في قارة أسيا وقارة أوقيانيا، وسبعة في الولايات المتحدة الأمريكية والبورصات الباقية في قارة أوروبا. وأثنين وثلاثون بورصة تختص بالمشتقات المالية.

8-3 عقود المستقبليات المالية:

1.8.3 مفهوم العقد المستقبلي:

يعرف العقد المستقبلي بأنه "اتفاق بين طرفين: الطرف الأول يـدعى البـائع (صـاحب المركز القصير)، والطرف الأخر المشتري (صاحب المركز الطويل). حيث يقضي هذا الاتفاق بتسليم البائع للمشتري أصل حقيقي أو أصل مالي في تاريخ لاحق متفق عليه (تاريخ التـسليم)، وذلك على أساس سعر يتفق عليه عند التعاقد بينهما. وعلى طرفي العقد أن يودع كل منهما لدى السمسار الذي يتعامل معه، مبلغاً نقدياً أو أوراقاً مالية حكومية مثل أذونات الخزانة، وهي تمثـل نسبة ضئيلة من سعر التعاقد، وهي تسمى بالهامش المبدئي. والهدف من هذا الهامش إثبات حسن النية من الطرفين، كما يستخدم لأغراض التسوية اليومية، إذا ما تعرض أحد الطرفين للخـسائر نتيجة لتغير سعر الوحدة محل العقد في غير صالحه" (هندي، 2004، ص460).

2.8.3 خصائص العقود المستقبلية:

العقود المستقبلية تتصف بمجموعة من السمات التي تجعلها متميزة عن غيرها من عقود المشتقات، وهي كالتالي (كاكا مولا، 2003، ص153-154):

1. للعقود المستقبلية طرفين يقبل أحدهما بموقع المشتري أو المستلم للأصل الاستثماري والآخر بموقع البائع أو المسلم للأصل الاستثماري، وبالتالي فإن ما يكسبه طرف في هذه العقود يخسره الطرف الثاني.
2. إن طرفي هذه العقود غالباً ما لا يعرف أحدهما الآخر. وبالتالي لا يدخل هـذان الطرفـان التبادل مع بعضهما البعض مباشرة، ولكن من خلال بيوت المقاصة والتسوية، التي تلعـب دور

المشتري أو البائع دون أن تنافس أي من المشترين أو البائعين. وهي تمارس وظائفها الأساسية في توازن الحسابات ودفع الأرباح وتجميع المدفوعات وضمان إنجاز العقود بكفاءة.

3. إن عقود المستقبليات عقود معيارية تنظم حسب أنماط محددة ويفترض منظموها مخاطر الفشل المتوقعة مسبقاً. ويمكن للمالك الأصلي للسلعة أو الأداة المالية تعديل هذه العقود أو إلغائها بسهولة وقبل وقت التسليم.

4. يقوم متاجرو المستقبليات بوضع ما يعرف بالهامش الأولي، والذي هو أموال يجري إيداعها في حساب خاص لدى غرفة المقاصة والتسوية بالبورصة كضمان لوفاء الأطراف بالتزاماتهم ويحدد هذا الهامش بصيغ مختلفة، منها: وديعة مصرفية أو أذونات خزانة وهو في الغالب يمثل نسبة قليلة من القيمة الاسمية للأصول الخاضعة لعقود المستقبليات، وتتروواح نسبة الهامش غالباً ما بين (10%-15%).

5. ترتبط أسعار العقود المستقبلية بشكل مباشر بأسعار الأصول الاستثمارية المدرجة في البورصة الحاضرة.

3.8.3 الفروقات بين العقود المستقبلية والعقود الآجلة:

على الرغم من أن العقود المستقبلية ما هي إلا امتداد للعقود الآجلة، ولكن بشروط نمطية معينة تجعلها تختلف عنها في بعض النقاط وهي كالتالي (الراوي، 1999، ص317):

1. **خطر التأخر عن الدفع:** العقود المستقبلية تكون مضمونة بواسطة البورصة، حيث يصان تنفيذها بمجموعة من الاحتياطيات التأمينية اللازمة للوفاء بعدم الدفع من قبل المشترين أو البائعين. بينما العقود الآجلة غير مضمونة حيث تتميز باحتمالية عدم الالتزام أو التأخر عن الدفع. ولكن مع الدقة في اختيار الطرف المقابل الذي يتم التعاقد معه آجلاً فتصبح ظاهرة عدم

الدفع ضئيلة بالرغم من كونها لا تزال موجودة. وللحد من المخاطر المحيطة بعدم احترام العقد من الطرف الآخر، يجب أن تقتصر هذه العقود فقط على المؤسسات المالية والتجارية ذات المركز المالي القوي (Pilbeam, 1998, p276).

2. **القدرة التسويقية:** العقود المستقبلية تتصف بالسيولة المرتفعة جداً، حيث يمكن لأي طرف من أطراف التعاقد أن يتخلص من التزاماته قبل تاريخ التسليم، وذلك بمجرد الاتصال بالسمسار وإبداء الرغبة في إقفال مركزه بأخذ مركز مضاد على عقد مماثل. وهذا نابع من طبيعة هذه العقود القياسية النمطية، التي تعني تواجد عدد كبير من المتعاملين على العقد. بينما العقود الآجلة من الصعب تحويلها إلى نقدية فهي ضعيفة السيولة، نظراً لكون العقد له سمة شخصية، لذا تتسم هذه العقود بدرجة عالية من مخاطر التسويق (Pilbeam, 1998, p277).

3. **تكاليف المعاملات:** تتمثل تكاليف المعاملات في التكاليف المصاحبة للعقد، والمتمثلة أساساً في عمولة السمسار وقيمة الهامش والضرائب على الأرباح، إضافة إلى تكلفة البحث عن طرف آخر إذا ما رغب المتعاقد في إقفال مركزه بأخذ مركز مضاد. وهذه التكاليف منخفضة في حالة العقود المستقبلية بالمقارنة بالعقود الآجلة، حيث أن العقود المستقبلية تتداول في البورصات، مما يعني انخفاض تكاليف إقفال مركز العميل نتيجة لتمتعها بدرجة عالية من السيولة في ظل التنميط (الراوي، 1999، ص318).

4. **التسوية بحسب السوق:** يتم أجراء التسوية في العقود المستقبلية بصورة يومية، والهدف من ذلك تعويض الخسائر أولاً بأول بدلاً من تراكمها. ونتيجة لتلك المتابعة المستمرة، يصبح من المتوقع أن يكون مقدار الهامش المبدئي ضئيلاً، عادة في حدود 10% من قيمة العقد. بينما في العقود الآجلة لا تتم التسوية يومياً بل تتم في نهاية العقد، وهذا يترتب عليه أن الخسائر المحققة

في تاريخ التسليم قد تصل إلى مستوى قد يعجز معها أحد طرفي التعامل عن الوفاء بهذه الالتزامات (الراوي، 1999، ص318-319).

5. **الأسواق التي يتداول فيها العقد:** لكون العقود المستقبلية نمطية فهذا يبعد عنها صفة الشخصية عند إبرامها، وهذا لا يعني غياب التنويع بالرغم من التنميط فهي تتمتع بقدر عالي جداً من المرونة، وهذا وفر لها إمكانية التداول في البورصة في ظل تشريعات محددة ضابطة. بينما العقود الآجلة هي بطبيعتها شخصية ولا حدود لمرونة بنودها، وغالباً لا تتداول في البورصة المنظمة (الراوي، 1999، ص319).

4.8.3 **أعضاء أسواق العقود المستقبلية:**

هناك مجموعة من الأعضاء المعتمدين الذين يسمح لهم بالتعامل في بورصة العقود المستقبلية، وهم كالتالي (الجمل، 2002، ص188):

1. **الأعضاء السماسرة:** هم السماسرة الوكلاء الذين يقومون بتنفيذ الأوامر نيابة عن بيوت السمسرة التابعين لها، وقد يكونوا مستقلون يتعاملون مباشرة مع العملاء.
2. **الأعضاء المحليون:** هم تجار الصالة الذين يقومون بتنفيذ الأوامر لحسابهم. فهم يشترون العقود بأسعار منخفضة لغرض بيعها بأسعار مرتفعة. لتحقيق هامش الربح المتمثل في الفرق بين أسعار البيع والشراء، وهذا المجهود يوفر السيولة للسوق نظراً لاستعدادهم لشراء العقود.
3. **الأعضاء المستقلون:** تقوم هذه الفئة بتنفيذ أوامر العملاء الصادرة عن بيوت السمسرة كما أن لهم الحق في الاتجار لحسابهم الخاص، فهم يجمعون بين وظيفة السمسار الوكيل وتاجر الصالة، وهذا من شأنه أن يؤدي إلى وجود تعارض بين المهمتين.

ونستخلص مما سبق أن عقود المستقبليات المالية قد تلعب دوراً بارزاً جداً في تنشيط البورصات ومنها سوق فلسطين للأوراق المالية فهي تجعلها أكثر ديناميكية وحركة وحيوية، فبالرغم من عدم اعتبار هذه المستقبليات أوراق مالية بالمعنى الحقيقي كالأسهم والسندات إلا أنها عقود مالية تبرم على هذه الأوراق المالية وهدفها تحقيق عدة مزايا لأطراف التعامل ومنها البورصة. فمثلاً في حالة سماح سوق فلسطين للأوراق المالية للمستثمرين بإبرام عقود المستقبليات المالية فإن ذلك سيخلق تعامل نشط على الأوراق المالية المتداولة فيرتفع بالتالي عدد أوامر البيع والشراء، وتزداد درجة تدفق هذه الأوامر خلال جلسات التداول، وسيترتب علي ذلك ارتفاع في حجم الصفقات المبرمة، وتنخفض درجة تركز التداول على أسهم بعض الشركات المدرجة في السوق، وسيصاحب ذلك استقرار نسبي في الأسعار ناتج عن دور هذه الأدوات في استكشاف أسعار الأوراق المالية مستقبلاً، وأيضاً يتحقق للسوق التنويع الاستثماري الذي يطمح الكثير من المتعاملين للاستفادة من مزاياه، وهذا ما تعكسه نتائج الاستبانة ونتائج مؤشرات الأسواق المالية.

9-3 عقود الخيارات المالية:

1.9.3 مفهوم عقد الخيار:

يعرف عقد الخيار بأنه "اتفاق بين طرفين هما المشتري والبائع، ويمنح بموجبه البائع للمشتري الحق وليس الالتزام في شراء أو بيع أصل مادي معين أو أداة مالية معينة بسعر محدد وخلال فترة زمنية معينة، ومقابل حصول المشتري على هذا الحق فلا بد من دفع ثمن لقيمة المزايا التي سيحققها في حالة ممارسة هذا الحق وهذا الثمن يسمى علاوة أو مكافأة الخيار" (حبش، 1998، ص175).

وبناءً على التعريف السابق فالخيارات مرتبطة بمجموعة من المصطلحات الهامة وهـي كالتالي (Ross & Other, 1990, p561-562):

1. **ممارسة الخيار:** هي عملية شراء أو بيع أي أصل من خلال عقد الخيار.
2. **سعر الممارسة أو التنفيذ:** هو السعر المحدد في عقد الخيار والذي بموجبه يستطيع مـشتري الخيار (حامله)، شراء أو بيع الأصل محل الخيار.
3. **تاريخ الانتهاء أو التنفيذ:** هو تاريخ استحقاق الخيار ويطلق عليه تاريخ الانتهـاء، وبمجـرد وصول هذا التاريخ يعتبر الخيار ميتاً.

2.9.3 أنواع عقود الخيار:

يمكن تصنيف عقود الخيارات لعدة تصنيفات كالتالي:

1:2:9:4 التصنيف على أساس تاريخ تنفيذ الاتفاق (العقد):

1. **الخيار الأمريكي:** هو الخيار الذي قد ينفذ في أي وقت خلال الفترة الممتدة من تاريخ إبرام العقد حتى تاريخ الانتهاء "فترة صلاحية العقد" (Brigham & Gapenski, 1994, p964).
2. **الخيار الأوروبي:** هو عقد الخيار الذي يمارس فقط في تـاريخ انتهـاء العقـد أو تنفيـذه. (Brigham & Gapenski, 1994, p964).

2:2:9:3 التصنيف على أساس ملكية الأوراق المالية محل الخيار:

1. **الخيار المغطى:** هو الخيار الذي يكون فيه المحرر أو كاتب الخيار (بائع الخيار)، مالكاً فـي محفظته للأوراق المالية محل الخيار. فالمحرر في هذه العقود يكون قادراً على الوفاء بالتزاماتـه إذا ما طولب بتنفيذ الاتفاق وتسليم الأوراق المالية محل التعاقد إذا كان خيـار شـراء، أو لديـه

السيولة النقدية الكافية للوفاء بالتزاماته إذا ما طولب بتنفيذ العقد في حالة خيار البيع، وهذا الخيار يحظى بقبول واسع جداً بين المستثمرين لكونه أدنى مخاطرة من عقود الخيـار غيـر المغطـاة (Philadelphia Stock Exchange, 2003).

2. **الخيار غير المغطى:** هو الخيار الذي لا يكون فيه المحرر أو كاتب الخيار (بـائع الخيـار)، مالكاً في محفظته للأوراق المالية محل الخيار. فهذه العقود تعتبر إسـتراتيجية للمـضاربة غيـر المحدودة، فيقع محرري هذه العقود فريسة لمن قام بشراء هذه العقود في حالة عجز البائعون عن الوفاء بالتزاماتهم (Philadelphia Stock Exchange, 2003).

3:2:9:3 التصنيف على أساس نوع الصفقة:

1. **عقد خيار الشراء:** هو عقد يبرم بين طرفين **الأول**: وهو محرر العقد (بائع الخيار)، **والثاني:** مشتري الخيار، ويلتزم بموجبه الطرف الأول بتنفيذ عقد خيار الشراء في حالة رغبـة مـشتري الخيار بممارسة حقه بالتنفيذ وذلك في فترة محددة وبسعر متفق عليه.

ومقابل هذا الالتزام يتقاضي محرر الخيار من المشتري دفعة نقديـة (مكافـأة الخيـار) (Brigham & Gapenski, 1994, p964).

2. **عقد خيار البيع:** هو عقد يبرم بين طرفين **الأول**: وهو محرر العقد (بائع الخيار)، **والثـاني:** مشتري الخيار، يلتزم بموجبه الطرف الأول بتنفيذ عقد خيار البيع في حالة رغبة مشتري الخيار بممارسة حقه بالتنفيذ وذلك في فترة محددة وبسعر متفق عليه.

ومقابل هذا الالتزام يتقاضي محرر الخيار من المشتري دفعة نقديـة (مكافـأة الخيـار) (Brigham & Gapenski, 1994, p965).

3. **عقد خيار مزدوج:** يجمع الخيار المزدوج بين خيار البيع وخيار الشراء وبمقتضاه يصبح لحامله الحق في أن يكون مشترياً للأوراق المالية محل عقد الخيار أو بائعاً لها، وذلك مرهون بمصلحة المشتري حيثما كانت، فإذا ارتفعت أسعار الأوراق المالية في البورصة خلال فترة التعاقد كان في موقف المشتري، وإذا انخفضت كان في موقف البائع، ومع تعاظم المخاطرة التي يتعرض لها بائع الخيار أو محرر الخيار فأنه يتقاضى ضعف ثمن مكافأة خيار الشراء أو خيار البيع، وينقسم هذا العقد إلى نوعين أثنين هما كالتالي (رضوان، 2005، ص 168-180):

أ. **عقد خيار مزدوج لا يتغير فيه سعر الشراء عن سعر البيع:** وهو أحد صور عقود الخيار التي تخول لصاحب الحق أن يشتري من أو أن يبيع إلى بائع الخيار عدداً معيناً من الأسهم المسماة في العقد بسعر معين خلال فترة العقد.

ب. **عقد خيار مزدوج يتغير فيه سعر الشراء عن سعر البيع:** وهو يشبه عقد الخيار المزدوج في كل الجوانب غير أنه يختلف من حيث سعر التعاقد فقط، فسعر التعاقد على خيار الشراء يكون أعلى من سعر السوق وهو ما يعني خسارة حقيقية فيما لو تم تنفيذ العقد قبل تحرك السعر، كما أن سعر التعاقد على خيار البيع يكون أدنى من سعر السوق وهو ما يعني أيضاً تحقيق خسارة حقيقية فيما لو تم تنفيذ العقد قبل تحرك السعر. ولهذا السبب كان الثمن المدفوع مقابل هذا العقد أدنى من الثمن المدفوع مقابل عقد الخيار المزدوج الذي لا يتغير فيه سعر الشراء عن سعر البيع.

3.9.3 محددات القيمة السوقية لعقود الخيارات:

القيمة السوقية للخيار هي تعبير آخر لعلاوة أو مكافأة حق الخيار التي يحصل عليها بائع حق الخيار ويقبضها من مشتري حق الخيار، مقابل إعطائه حق الخيار بين تنفيذ العملية أو عدم تنفيذها وفقاً لما تقتضيه مصلحته، وبغض النظر عن مدى الخسائر التي قد تلحق ببائع حق

الخيار. فمشتري حق الخيار له الحق في إعادة بيعه إلى آخر أو آخرين وفقاً للأسعار المعلنة في البورصة المنظمة وغير المنظمة. وأهم محددات القيمة السوقية للخيار "قيمة المكافأة" ما يلي (خريوش وآخرون، 1998، ص173):

1. **السعر المتوقع للسهم:** إن توقعات ارتفاع أو انخفاض سعر السهم المبرم عليه عقد الخيار في المستقبل لها أثر كبير في تحديد القيمة السوقية للخيار، فلو كانت هذه التوقعات تشير إلى ارتفاع سعر سهم معين في المستقبل فإن سعر خيار الشراء سوف يتجه إلى الصعود بينما يتجه سعر خيار البيع إلى الانخفاض (Livingston, 1990, p336).

2. **سعر التنفيذ:** إن للعلاقة بين سعر التنفيذ وسعر السهم الجاري في البورصة تأثير مباشر على القيمة السوقية لحق الخيار التي يطلبها بائع حق الخيار، فلو فرضنا أن السعر الجاري للسهم 10$، فإن خيار الشراء إذا كان سعر التنفيذ 9$ تكون قيمته السوقية بلا شك أعلى من خيار شراء على نفس السهم بسعر تنفيذ 12$. وهذه يعني أنه إذا كان سعر التنفيذ مرتفعاً أكثر من القيمة السوقية للسهم فإن القيمة السوقية لخيار الشراء تكون منخفضة والعكس صحيح (خريوش وآخرون، 1998، ص173). أما في حالة خيار البيع تكون الصورة معاكسة، فلو فرضنا أن السعر الجاري للسهم 10$، فسيصبح العقد الذي يحمل سعر تنفيذ 12$ ذا قيمة أعلى بالمقارنة مع عقد آخر على نفس السهم يحمل سعر تنفيذ 9$. وهذا يعني أنه كلما حدث ارتفاع في سعر التنفيذ صاحب ذلك ارتفاع في القيمة السوقية لخيار البيع والعكس صحيح (هندي، 1996، ص602).

3. **مدة العقد:** إن القيمة السوقية للخيار تعتمد على مدة سريان العقد فتميل العلاوة للزيادة كلما طالت المدة وللنقصان كلما قصرت المدة (Livingston, 1990, p337).

4. **أسعار الفائدة السائدة:** عندما تكون أسعار الفائدة مرتفعة فإن القيمة السوقية للخيار تميل إلى الارتفاع وذلك بهدف تشجيع المستثمر على إبرام عقد الخيار، وبذلك يفضله على استثمارات أخرى بديلة تنطوي على قدر أقل من المخاطر، أو لا تنطوي على مخاطر على الإطلاق. وعليه يتوقع أن يزداد الطلب على خيار الشراء وبالتالي ترتفع قيمته السوقية بالتبعية. والعكس صحيح في حالة خيار البيع حيث تكون قيمته السوقية منخفضة (خريوش وآخرون، 1998، ص175).

5. **توزيع الأرباح:** بعد إجراء توزيعات للأرباح في نهاية السنة المالية، فإن القيمة السوقية لعقد الخيار لابد أن تنخفض في حالة عقد خيار الشراء، وذلك بسبب انخفاض القيمة السوقية للسهم نفسه، فانخفاض القيمة السوقية للسهم يؤدي إلى انخفاض احتمالات تنفيذ عقود خيار الشراء في هذا المجال، وتكون الصورة معاكسة في حالة عقود خيار البيع (Livingston, 1990, p340).

6. **تقلب سعر السهم:** إن تقلب سعر السهم محل الخيار يعتبر متغيراً أساسياً يحدد سعر الخيار. فالتقلبات الكبيرة في سعر السهم تعني وجود فرصة أفضل أمام المشتري لتنفيذ الخيار وتحقيق أرباح على حساب المحرر. وهذا يعني بالتبعية مطالبة المحرر بمكافأة أكبر على الخيار على مثل هذه الأسهم، لتعويضه عن المخاطر في ظل وجود فرصة سانحة لتنفيذ الخيار. وهذا ينطبق على خيار الشراء وخيار البيع (هندي، 1996، ص606-607).

7. **العرض والطلب:** القيمة السوقية للخيار تتأثر بحجم الطلب عليه والمعروض منه في البورصات المنظمة وغير المنظمة، فكلما زادت الكمية المعروضة للبيع بالمقارنة مع الطلب فإن القيمة السوقية للخيار ستنخفض والعكس صحيح (خريوش وآخرون، 1998، ص175).

4.9.3 آلية عمل أسواق الخيارات:

يوجد عدد لا بأس به من بورصات الخيارات في مختلف دول العالم حيث تتداول فيها يومياً تشكيلات واسعة ومتنوعة من المنتجات التابعة لأنشطة اقتصادية مختلفة. حيث أن هذه الأسواق تتميز بالتنظيم عبر ضبطها بمجموعة من اللوائح والإجراءات التي تضمن حسن سير عملها وهي متشابهة بين هذه الأسواق. فهذه الأسواق كمثل أسواق المستقبليات بمثابة مكان يلتقي فيه البائعون والمشترون لإبرام مجموعة من العقود، مما يوفر للبورصة الانضباط في الأداء وتدفق سريان المعاملات بانسيابية تامة, فمثلاً في حالة رغبة أحد التجار في إبرام عقد خيار شراء فإن هذا التاجر أو المستثمر يتوجه إلى أحد شركات السمسرة أو الوساطة ذات العضوية في البورصة لكي يقوم بفتح حساب لديها باسمه.

فعمليات إبرام العقود والتداول تتم بواسطة السماسرة العاملين في بورصة الخيارات كما هو متبع في البورصة الحاضرة. فالمشتري يدفع قيمة الخيار في وقت إبرام العقد أو التداول، فلهذا لا يوجد قلق فيما يتعلق بالسيولة النقدية فيضمن السمسار التزام المشتري، أما بالنسبة للبائع فالمسألة تكون معقدة بعض الشيء، حيث أن البائع سيوافق على تسليم السهم محل الخيار بسعر الممارسة المتفق عليه إذا رغب المشتري بتنفيذ العقد، وهذا يتطلب من البائع أن يكون لديه مصادر تمويل كثيرة لجذب التجار لإبرام عقود الخيارات.

فلهذا يتوخى السمسار الحرص في تحري إمكانيات البائع المالية وامتلاكه للمصادر المالية الكافية لضرورة ذلك في الوفاء بكل الالتزامات التي عليه تجاه المشتريين. ولكي يحمي السمسار نفسه يطلب من البائع (كاتب أو محرر الخيار) ضمانات مالية، ففي حالة خيار الشراء

فالمحرر قد يقوم بتغطية العقد من محفظته الاستثمارية التي يملكها، وهذا يشكل حماية للسمسار لضمان التنفيذ، فهذه الأسهم توضع في حوزة السمسار لكي يتم تسليمها عند التنفيذ.

أما المحرر الذي لا يملك الأسهم محل الخيار أي يقوم بتوقيع (خيار غير مغطى) ففـي هذه الحالة قد يطلب السمسار من محرر الخيار إيداع نقدية كافية أو أوراق مالية توضـع فـي حيازته، وذلك كضمان للسمسار وللتاجر عند الرغبة في التنفيذ. لذلك فالمصادر المالية ومـدى توفرها تعتبر عنصر ضروري في الوفاء بالالتزامات تجاه التجار والسماسرة وتضمن للـسوق حسن الأداء (Kolb & Rodriquez, 1992, p681-682).

شركة مقاصة الخيارات تتولى مهمة الإشراف والرقابة على إدارة السوق وضبط أدائـه وسلوكه وجعله أكثر تنظيماً. مثل أسواق المـستقبليات. فالمـشتري وبـائع الخيـار لا تـسوى الالتزامات بينهم مباشرة بل عبر شركة المقاصة. فمثلاً أذا تمت ممارسة خيار شـراء فـسوف تقوم شركة المقاصة بإتمام تسوية العملية بين المشتري والبائع، حتـى تـضمن تـسلم النقـود والأوراق المالية محل الخيار.

فالكفاءة في إدارة الممارسة والتنفيذ وتنميط شروط العقد ومتابعة ما يترتب عليـه مـن التزامات هو من أهم وأكثر مساهمات شركة التسوية والمقاصة في ضـبط التعامـل بالـشروط القياسية. فالتجار يمكن أن يركزوا على استراتيجيات التداول بدون الالتفات إلى تعقيـدات هـذه العقود. فمنافع هذه الشركة تكون واضحة وبينة من خلال دورها الكبير في دراسة وتقدير أسعار الخيارات. فالخيارات في بداياتها في السبعينات من القرن الماضـي كـان يتـاجر بهـا فـي البورصات غير المنظمة، ولكن بعد نشأة أسواق الخيارات المنظمة بدأ النمو السريع في أشـكال عقود الخيارات المبرمة، فالرغبة في السيطرة على المخاطر والحد منها في مختلف المجـالات

والأنشطة الاقتصادية أدى إلى تنوع هذه العقود وظهور بورصات تتولى أمرها، فمـثلاً عقـود الخيارات على المؤشرات ظهرت حديثاً ولاقت قبولاً واسعاً من قبل المدراء لأنها أداة هامة فـي الحد من المخاطر الملاصقة لمحافظهم الاستثمارية. وأحد التطورات الحديثة في هذه العقود أيضاً إبرام عقود خيارات على عقود المستقبليات وهي أكثر الأنواع تعقيداً لأنها خليط من الخيـارات والمستقبليات إلا أنها لاقت قبولاً جيداً (Cox & Rubinstein, 1985, p69-67).

والشركات أو المؤسسات التي يتم إبرام عقود خيارات على أسهمها، ليس لها علاقة بما يترتب على بورصة الخيارات من اتفاقيات أو التزامات، لكونها لا تجمع مصادر تمويلهـا مـن هذه البورصة، ولا يوجد لها صفقات مباشرة فيها. وأيضاً حملة الخيارات لا يحق لهم التصويت لصالح انتخاب أو عدم انتخاب أعضاء مجالس إدارة الشركات إلا في حالة قيامهم بتنفيذ عقـود خيار الشراء وهذا قليل جداً في الواقع العملي، حيث لا يوجد حق لحامـل عقـد الخيـار فـي الحصول على التوزيعات المستحقة على السهم محل الخيار. وبالرغم من مزايا وعيـوب هـذا الابتكار الهندسي المالي فهناك من الدراسات من اعتبرته مهم في تحقيق اسـتقرار Stabilizes أداء البورصات، ومنها من اعتبرته عنصر بارز في تحقيق زعزعت Destabilizes أو عـدم استقرار البورصات، ولكن لا يوجد حسم في هذا الموضوع وهو مجـال جـدل وإثـارة بـين المتخصصين في مجال الهندسة المالية (Brigham & Gapenski, 1994, p966).

عقود الخيارات السابقة والتي تعتبر أحد أبرز أنواع عقود المشتقات المالية تنمو في ظل بيئة اقتصادية يتحرر فيها الاقتصاد من سيطرة الدولة وأجهزتها إلا في حدود المتطلبات اللازمة لتحقيق الاستقرار، وضمان المنافسة الحرة المبنية على المصالح الوطنية فيتم صياغة السياسات الاقتصادية والمالية التي تحقق هذه الأهداف ومنها تشجيع الخصخصة ودعـم دور الـسياسات

التجارية وإقامة المشاريع الوطنية القادرة على المنافسة العالمية بهدف جذب المستثمرين الأجانب ذوي المدخرات المرتفعة حيث يتم إضافة منتجات مالية جديدة في البورصة غير الأسهم العادية والسندات مثل عقود الخيارات والمستقبليات، فتكـون بـذلك الأرضـية الاسـتثمارية ناضـجة لاستقطاب هذه الأموال. ولكن بالرغم من كل ذلك فالأزمات الاقتصادية العالمية الخارجة عـن التحكم أو السيطرة تؤثر بشكل كبير على استقرار البورصات الدولية، التي ابتكر القائمين عليها عقود الخيارات المالية لكونها أحد أدوات التحوط من المخاطر (Aggarwal, n.d,p2).

ونستخلص مما سبق أن عقود الخيارات المالية قد تلعب دوراً بارزاً جـداً فـي تنـشيط البورصات ومنها سوق فلسطين للأوراق المالية فهي تجعلها أكثر ديناميكية وحركـة وحيويـة، فبالرغم من عدم اعتبار هذه الخيارات أوراق مالية بالمعنى الحقيقي كالأسهم والسندات إلا أنهـا عقود مالية تبرم على هذه الأوراق المالية وهدفها تحقيق عدة مزايا لأطـراف التعامـل ومنهـا البورصة. فمثلاً في حالة سماح سوق فلسطين للأوراق المالية للمستثمرين بإبرام عقود الخيارات المالية فإن ذلك سيخلق تعامل نشط على الأوراق المالية فيرتفع بالتالي عدد أوامر البيع والشراء، وتزداد درجة تدفق هذه الأوامر خلال جلسات التداول، وسيترتب علي ذلك ارتفاع فـي حجـم الصفقات المبرمة، وتنخفض درجة تركز التداول على أسهم بعـض الـشركات المدرجـة فـي السوق، وسيصاحب ذلك استقرار نسبي في الأسعار ناتج عن دور هذه الأدوات في استكـشاف أسعار الأوراق المالية مستقبلاً، وأيضاً يتحقق للسوق التنويع الاستثماري الذي يطمح الكثير مـن المتعاملين للاستفادة من مزاياه، وهذا ما تعكسه نتائج الاستبانة ونتائج مؤشرات الأسواق المالية.

10-3 صناديق الاستثمار:

1.10.3 نشأة صناديق الاستثمار:

صناديق المعاشات أول صورة من صور الإدارة الجماعية للمدخرات وقد انتشرت في أوروبا والولايات المتحدة الأمريكية بهدف تمكين المتقاعدين وأصحاب المعاشات من مقابلة التزاماتهم النقدية عند بلوغهم سن التقاعد، وذلك من خلال اقتطاع جزء من رواتب الموظفين في جهة عمل ما، وتوظيفها في تكوين محفظة أوراق مالية يتم تدويرها في البورصة على أن تتولى جهة العمل المنشأ بها الصندوق مسئولية الإشراف عليه. وقد شجع نجاح الصناديق في تحقيق عوائد مرتفعة على أن يقدم بعض خبراء الأوراق المالية هذه الخدمة لصغار المدخرين في شكل برامج استثمار جماعية أو صناديق استثمار. وكانت بداية صناديق الاستثمار في اسكتلندا عام 1870 حيث أنشئت صناديق الاستثمار المغلقة، وفي عام 1929 ابتكر الأمريكيون الصناديق المفتوحة التي تقوم بإصدار حصص أو وثائق جديدة بطريقة مستمرة، وإعادة شراء (استرداد) الحصص القديمة دون المرور بالبورصة.

أما بالنسبة لأوروبا فقد تأسس أول صندوق استثماري في انجلترا عام 1931، أما فرنسا فقد بدأ فيها نشاط صناديق الاستثمار عام 1945، وفي ألمانيا كانت البداية عام 1950. وسرعان بعد ذلك ما انتشرت صناعة صناديق الاستثمار في الدول الأوروبية واليابان. ولكن شهدت صناديق الاستثمار تحولاً كبيراً بصدور القانون الأوروبي الموحد عام 1985 والذي بموجبه أصبحت صناديق استثمار دول المجموعة الأوروبية تتمتع بحرية كاملة في العمل بكافة أنحاء أوروبا اعتباراً من سبتمبر عام 1989 (عبد السلام، 1997، ص234-237).

2.10.3 مفهوم صندوق الاستثمار:

يعرف صندوق الاستثمار بأنه "مؤسسة مالية أو شركة تقوم بجمع الأموال من عدد كبير من المستثمرين ثم تقوم بإعادة استثمارها في أوراق مالية عادة أسهم وسندات، وبينما يعطي شراء السهم للمستثمر حق ملكية في شركة واحدة فإن شراء وثيقة في صندوق استثماري يعني تملك المستثمر لتوليفة من عدد كبير من أسهم الشركات. حيث تمثل هذه الوثيقة حصة مساهمة المستثمر في الصندوق. وهي وثيقة يمكن تداولها في البورصة المنظمة وغير المنظمة بصورة مستقلة عن أسهم الشركات التي يستثمر فيها الصندوق. وتعطي هذه الوثيقة للمستثمر حق ملكية في الصندوق وبالتالي يتمتع بحقوق التصويت في اجتماعات حملة الوثائق" (الجمعية المصرية للأوراق المالية، 2005-ب، ص39).

3.10.3 الهيكل التنظيمي لصندوق الاستثمار:

إن الهيكل التنظيمي لصندوق الاستثمار يختلف حسب تنوع أهداف واستراتيجيات الصندوق وحجم استثماراته وشروط تكوينه، لكن بوجه عام تشترك صناديق الاستثمار بما يلي (مطر، 2004، ص92-93):

1. **مدير الصندوق:** يتولى إدارة الصندوق في العادة شركة استثمارية متخصصة. ويمكن للمدير أن تستند إدارته إلى شركة استثمارية أخرى متخصصة في إدارة صناديق الاستثمار. ويتقاضى مدير الصندوق مقابل إدارته عمولة أو أتعاب يحددها عادة النظام الداخلي للصندوق في صورة (نسبة مئوية معينة) من القيمة العادلة لصافي أصول الصندوق [(1)] .

(1) القيمة العادلة لصافي أصول الصندوق (القيمة البيعية): هي القيمة الصافية للأصل Net Asset Value (NAV) وتساوي [(القيمة السوقية لتشكيلة الأوراق المالية – القيمة الدفترية للالتزامات) /عدد وثائق أو وحدات الاستثمار المُصدرة] (Fabozzi, 1998, p148).

2. **أمين الاستثمار:** هو أيضاً مؤسسة مالية يتم اختيارها من بين المؤسسات ذات السمعة الجيدة والمركز المالي المتين، ويتولى أمين الاستثمار مهام الإشراف على الصندوق ومراقبة أعمال المدير لذا يعتبر بمثابة الوكيل على وثائق الاستثمار. ويتقاضي أمين الاستثمار هو الآخر عمولة تحدد في صورة (نسبة مئوية) من القيمة العادلة لصافي أصول الصندوق.

3. **وكيل البيع:** هو وسيط أو مجموعة من الوسطاء يتولون توزيع وثائق الاستثمار التي يصدرها الصندوق، ويمكن لهذا الوكيل أن يكون بنكاً أو شركة استثمارية خاضعة لرقابة البنك المركزي.

4. **الهيئة الاستشارية:** وتضم مجموعة من الخبراء المتخصصين في مجال الاستثمار والتحليل المالي يعينهم مدير الصندوق بقصد تقديم النصح والمشورة له في إدارة الصندوق وتوجيه استثماراته للمجالات المناسبة ويمكن أن تكون هذه الهيئة من أفراد أو من هيئات متخصصة.

4.10.3 مزايا توظيف الأموال في صناديق الاستثمار:

يستطيع المستثمر من خلال صناديق الاستثمار تحقيق أهدافه الاستثمارية المنشودة والمُخطط لها. فكل صندوق مكون من مجموعة كبيرة من المستثمرين الذين يتماثلون في أهدافهم، فهذه الصناديق يقوم على إدارتها مجموعة من مدراء الاستثمار المهنيين والمحترفين الذين يستثمرون في الأوراق المالية التي تتماشى مع أهداف المستثمرين. وتحقق صناديق الاستثمار عدة مزايا هي كما يلي (American Funds, 2005):

1. **الإدارة المحترفة:** يدير الاستثمارات المكونة للصندوق مجموعة من الأفراد الذين يتمتعون بالخبرة الكافية التي تميزهم عن المستثمرين الأفراد، فالمستثمرين يتحملون أعباء الإدارة مقابل قيام مجلس الإدارة بشراء الأوراق المالية المناسبة وبيعها، ومراقبة الخطط الاستثمارية للصندوق في الوقت المناسب وغيرها من الأمور ذات العلاقة بالاستثمارات.

2. **التنويع:** تكون أموال المستثمرين في صناديق الاستثمار موظفة في مجموعة من الأوراق المالية التي تعود إلى قطاعات اقتصادية مختلفة والتي تقابل أهداف المستثمرين، حيث أن هذا التنويع لا يزيل خطر الاستثمار ولكن يخفضه.

3. **الاستفادة من تشكيلة عريضة من الخدمات:** يمكن أن يستفيد المستثمرين من الخدمات الخاصة التي تقدمها الصناديق للمستثمرين بها. سواء أكان ذلك متعلقاً بالاستثمار الآلي أو برامج السحب واسترداد قيم الاستثمار أو تحويل الأموال الكترونياً وإعادة استثمار العوائد سواء أكانت توزيعات أو فوائد أو أرباح رأسمالية.

4. **السرعة في تحويل الحصص إلى نقدية:** المستثمرين في صناديق الاستثمار يستطيعون في أي وقت بيع الأسهم أو وثائق الاستثمار، مقابل استلام صافي القيمة الحالية لأصولهم الاستثمارية.

5. **تنشيط حركة سوق رأس المال:** إن صناديق الاستثمار ذات النهاية المغلقة توظف أموالها في الأوراق المالية المتداولة في البورصة المنظمة وغير المنظمة. مما يساهم في تنشيط حركة هذه البورصات. وكذلك فإن أسهم شركات الاستثمار التي تدير صناديق الاستثمار المغلقة تكون مدرجة للتداول في البورصة. مما يعني إضافة المزيد من الأوراق المالية المتداولة في البورصة. وأيضاً وثائق الاستثمار ذات النهاية المفتوحة تتيح للمستثمر فرصاً وظروف استثمارية أكثر جاذبية، وهو ما ينعكس إيجابياً في النهاية على نشاط البورصة.

من الضروري أن تحكم صناعة صناديق الاستثمار مجموعة من اللوائح والإجراءات القانونية والتنظيمية، التي تهدف إلى ضبط عمل صناديق الاستثمار، فمثلاً قد ينص القانون على أن لا يقل رأسمال الصندوق عن حد معين، وأن تكون ملكيته عائدة لعدد كبير من المساهمين

يشرفون على أدائه من خلال الجمعية العمومية للمساهمين، ولا تخضع لعدد محدود من المستثمرين. ولا يجوز أن تستثمر أموال الصندوق في أي شركة بنسبة أعلى من 10%، وذلك تفادياً من سيطرة حملة وثائق الاستثمار في الصندوق على الشركة المستثمر فيها، بل لابد من أن تستثمر 80% على الأقل من أموال الصندوق في الأسهم والسندات، و20% على الأقل تستثمر في السندات الحكومية، وأيضاً تحديد العمولة المدفوعة من قبل المستثمرين عند اقتناء وثائق الاستثمار بنسبة لا تتجاوز 5%، والعمولة المدفوعة من المستثمرين عند الانسحاب من الصندوق تحدد بنسبة 3% (Xiaoqing, 2004, p1-2).

5.10.3 الصعوبات التي تواجه صناديق الاستثمار:

هناك العديد من الصعوبات التي قد تواجه صناديق الاستثمار بغض النظر عن تصنيفها، وهي كالتالي (الشحات، 2000، ص137-138):

1. الإفراط في تنويع محفظة الصندوق لتقليل المخاطر، الأمر الذي يؤدي إلى تعدد المشاكل الإدارية مما يؤثر على معدلات العوائد.
2. زيادة حجم أموال الصندوق وزيادة معدلات السحب والإيداع وعلى الأخص في حالة عدم استقرار الحالة الاقتصادية.
3. زيادة التكاليف لزيادة الدراسات اللازمة لاختيار الأوراق المالية الأكثر مناسبة للمحفظة ونسبة مساهمة كل ورقة، الأمر الذي يؤدي إلى خفض معدل العائد.
4. عدم توافر البيانات الكافية والشاملة والحديثة اللازمة لدعم الصندوق لاتخاذ القرارات المناسبة في الوقت المناسب.

6.10.3 أنواع صناديق الاستثمار:

صناديق الاستثمار متعددة الأصناف، وذلك وفقاً لحاجات ورغبات وأهداف المستثمرين، فلذلك يمكن تصنيفها كالتالي (دوابه، 2004، ص39):

1:6:10:3 حسب هيكل رأس المال:

1. صناديق الاستثمار المفتوحة:

صناديق الاستثمار المفتوحة تحظى بقبول كبير من قبل المستثمرين عالمياً وتسمى بالصناديق المشتركة (Mutual Funds)، وتقوم فلسفة هذه الصناديق على قيام مجلس إدارة الصندوق بطرح وثائق الاستثمار بشكل مستمر إلى الجمهور [1] ، وفي نفس الوقت التعهد بالاستعداد التام لرد قيمة هذه الوثائق للمستثمر في حالة رغبته في بيعها وبقيمتها الحقيقية. حيث تتولى مجموعة من الصحف أو المؤسسات مهمة احتساب القيمة الحقيقية للوثائق بعد إغلاق البورصة. ويجب على المستثمر إشعار الإدارة برغبته في استرداد قيمة الوثيقة لكي تقوم بشرائها هي أو أحد وكلائها (Fabozzi, 1998, p147-148).

2. صناديق الاستثمار المغلقة:

صناديق الاستثمار المغلقة تطرح أسهماً (وثائق الاستثمار) كغيرها من الشركات المساهمة، ولا يلتزم مجلس إدارة الصندوق بإعادة شراء الأسهم من المستثمرين، بل تتداول أسهمها في البورصة المنظمة وغير المنظمة (OTC) كغيرها من أسهم الشركات الأخرى، وتقوم الصحف بنشر أسعار هذه الأسهم يومياً تحت عنوان (الصناديق العامة) وعلى المستثمر الذي يرغب في بيع أسهم من أسهم هذه الشركات أن يدفع عمولة للسمسار عند الشراء، وعمولة

([1]) تنقسم شركات الاستثمار ذات النهاية المفتوحة إلى شركات تقوم بتسويق إصداراتها من الأسهم من خلال منافذ توزيع (رجال البيع أو بيوت السمسرة) في مقابل رسوم شراء يدفعها المستثمر. وشركات تقوم بتسويق أسهمها من خلال الإعلان عنها في وسائل الإعلان أو بالبريد، ومن ثم لا يتحمل المستثمر رسوماً للشراء. وهذه الصناديق تحتاج إلى سياسات تسويقية ناجحة فهي عكس صناديق الاستثمار المغلقة التي قد تقوم البورصة نفسها بالإعلان عنها (هندي، 2003-أ، ص116).

أخرى عند البيع وتتحدد قيمة أسهمها حسب العرض والطلب، فقد يباع السهم بأعلى أو بأقل من صافي قيمته الحالية. والاستثمار في هذه الصناديق محدد القيمة والحجم والهدف والعمر. فوثائقها لأجل محدد، وبالتالي تنتهي بانتهاء مدة الصندوق، وترد قيمتها من الجهة المنشأة للصندوق. وتكون وثائقها قابلة للزيادة أو النقصان في ظل حالتين [1] (جبر، 2005، ص7-8).

3. *وحدات الاستثمار:*

وحدات الاستثمار تتشابه مع صناديق الاستثمار ذات النهاية المغلقة في كونها تصدر عدد ثابت من وثائق الاستثمار، فتشكيلة الأوراق المالية لا تتغير إلا نادراً، حتى تاريخ استحقاق الوثيقة. وتتكون وحدات الاستثمار بواسطة كفيل (غالباً ما يكون بيت سمسرة أو متعهد سندات) الذي يقوم بدوره بإيداعها لدى أمين (عادة ما يكون أحد البنوك التجارية). الذي يقوم بإصدار شهادات قابلة للاسترداد تطرح للجمهور. وتعطي الشهادة لحاملها الحق في الحصول على حصته من فوائد السندات (ودائع وحدة الاستثمار توظف الأموال فقط في السندات)، وتتشابه وحدات الاستثمار مع صناديق الاستثمار المفتوحة في كون الأمين يكون على استعداد تام لرد قيمة الشهادة للمستثمر عندما يرغب في التخلص منها قبل تاريخ استحقاق السندات المكونة للتشكيلة. والواضح أن الكفيل لا يؤدي دوراً يذكر في إدارة الاستثمار، ولذلك يتقاضى نسبة أتعاب أقل من النسبة التي تتقاضها مجالس إدارة صناديق الاستثمار ذات النهاية المغلقة وذات النهاية المفتوحة (Fabozzi, 1998, p149-150).

---

[1] **الحالة الأولي:** هي حالة قيام الشركة بإعادة شراء أسهمها من البورصة في حالة هبوط القيمة السوقية للسهم إلى مستوى أقل من قيمة الأصل الصافية. أما **الحالة الثانية:** فهي إصدار الشركة لأسهم جديدة (هندي، 2003-أ، ص103).

2:6:10:3 حسب الأهداف المقررة للصندوق:

1. صناديق الدخل:

هذه الصناديق تهدف إلى تحقيق دخل جاري للمستثمرين وذلك في نطاق درجة المخاطرة المحددة سلفاً، لذا عادة ما تشتمل تشكيلة محفظة الأوراق المالية في هذه الصناديق على سندات حكومية وغير حكومية متوسطة وطويلة الأجل وعلى أسهم منشآت كبيرة ومستقرة توزع الجانب الأكبر من أرباحها التي تم تحقيقها. حيث تتناسب هذه الصناديق مع المستثمرين الذين يعتمدون على عائد استثماراتهم في تغطية أعباء معيشتهم، ومثل هؤلاء المستثمرين لا يخضعون عادة سوى لشريحة ضريبية صغيرة أو ربما لا يخضعون للضريبة على الإطلاق، وهو ما يعني أنهم لا يلقون أي اهتمام يذكر للفرق بين معدل الضريبة على الأرباح الإيرادية ومعدل الضريبة على الأرباح الرأسمالية (دوابه، 2004، ص61).

2. صناديق النمو:

هذه الصناديق تهدف بكل بساطة لتحقيق النمو في رأس المال على المدى الطويل وتحقيق الأرباح الرأسمالية. لذلك تستحوذ الأسهم العادية التابعة للشركات والقطاعات الاقتصادية ذات الدرجة العالية من النمو على معظم أموال الصندوق، والتي تظهر قوائمها المالية نمواً مطرداً في المبيعات والأرباح المحتجزة التي تنعكس آثارها على القيمة السوقية للسهم، وتناسب هذه الصناديق المستثمرين الراغبين في تحقيق عائد مرتفع في ظل تحمل درجة عالية من المخاطر ولا يهتمون كثيراً بالعائد الجاري. كما تناسب المستثمرين الذين لا يعتمدون على عائد استثماراتهم في تغطية نفقات معيشتهم (حنفي، 2004، ص531).

3. صناديق الدخل والنمو:

هذه الصناديق تهدف إلى خلق توازن بين العوائد الجارية والأرباح الرأسمالية طويلة الأجل، لذا عادة ما تتكون هذه الصناديق من تشكيلة من الأوراق المالية ذات الدخل الثابت والأسهم العادية التي تمثل عادة داخل التشكيلة بنسبة كبيرة تتراوح ما بين (80%-90%). ووفقاً لتشكيلة محفظة الأوراق المالية الخاصة بهذه الصناديق يمكن التمييز بين نوعين من الصناديق داخل هذا الإطار كالتالي:

الأول) صناديق الدخل والنمو: وتعطي الأولوية فيها لهدف الدخل.

الثاني) صناديق النمو والدخل: وتعطي الأولوية فيها لهدف النمو.

هذا وتناسب هذه الصناديق المستثمرين الذي يعتمدون جزئياً على عائد استثماراتهم في تغطية أعباء معيشتهم، ويرغبون في الوقت ذاته تحقيق قدر من النمو المضطرد لاستثماراتهم (Gitman & Joehnk, 1990, p580).

4. صناديق إدارة الضريبة:

هذه الصناديق لا تقوم بأجراء أي توزيعات على المستثمرين، بل عادة تعمل على إعادة استثمار ما يتولد من عائد في مقابل حصول المستثمر على أسهم إضافية بما يعادل قيمتها، وبالتالي ليس هناك محل لدفع المستثمر للضريبة طالما لم يحصل على أي توزيعات نقدية، وهكذا يتم تأجيل دفع الضريبة في هذه الصناديق، فلا تستحق الضريبة إلا عند بيع المستثمر للأسهم. وتناسب هذه الصناديق المستثمرين الذين يرغبون في تأجيل دفع الضريبة إلى السنوات المالية اللاحقة (دوابه، 2004، ص62).

3:6:10:3 حسب محفظة الأوراق المالية التي يقتنيها الصندوق:

1. صناديق الاستثمار طويلة الأجل:

هذه الصناديق تستثمر في الأوراق المالية طويلة الأجل التي يتم تداولها في سـوق رأس المال وأنواعها كما يلي (بورصتي القاهرة والإسكندرية للأوراق المالية، 2005-هـ، ص4-7):

أولاً) صناديق الاستثمار في الأسهم العادية:

أ- **صناديق الأسهم المحلية:** ويتم من خلالها تحقيق مزايا ضريبية للمـستثمرين، وذلـك كـي تشجعهم الدولة على حيازتها لتمويل الشركات الوطنية دون الأجنبية.

ب- **صناديق الأسهم الإقليمية:** هذه الصناديق تقوم بالاستثمار في أسهم شركات تعمل فـي إقلـيم معين، مثل الصناديق التي تستثمر فقط في أوروبا الشرقية أو أمريكا اللاتينية أو الشرق الأوسط.

ج- **صناديق الأسهم العالمية:** هذه الصناديق تقوم بالاستثمار في أسهم الشركات المدرجـة فـي البورصات المتقدمة، مثل شركة مايكروسوفت.

د- **صناديق الأسهم المتخصصة:** هذه الصناديق تقوم بالاستثمار في أسهم شركات عاملـة فـي قطاع اقتصادي معين أو صناعة معينة مثل أسهم شركات البترول أو أسهم شركات الأسـمنت أو أي من الصناعات الأخرى.

و- **صناديق الأسهم المتخصصة في الأسواق الناشئة:** هذه الصناديق تقوم بالاستثمار في أسـهم الشركات المدرجة فقط في الأسواق الناشئة (الصاعدة).

ثانياً) صناديق الاستثمار في السندات:

أ- **صناديق السندات المحلية:** وهي صناديق تركيبها تقليدي وما يقارب 85% من اسـتثماراتها تكون في السندات المحلية والباقي في السندات الأجنبية.

ب- **صناديق السندات الحكومية:** وهذه الصناديق تقوم بالاستثمار فـي الـسندات الحكوميـة ذات الآجال المختلفة.

ج- **صناديق تستثمر في سندات الشركات:** هذه الصناديق هدفها الاستثماري تحقيق أعلى مستوى دخل من خلال الاستثمار في سندات الشركات ذات الآجال المختلفة.

د- **صناديق السندات العالمية:** هذه الصناديق تستثمر فـي الـسندات المدرجـة فـي مختلـف البورصات العالمية.

و- **صناديق السندات ذات العائد المرتفع ونسبة المخاطرة المرتفعـة:** هـذه الـصناديق تقـوم بالاستثمار في سندات الشركات ذات العائد المرتفع ونسبة المخاطرة المرتفعة. ويتم عادة تقييم هذه السندات بدرجة ائتمانية أقل من درجة الاستثمار الجيد.

2. *صناديق الاستثمار قصيرة الأجل:*

هذه الصناديق تستثمر أموالها في الأوراق المالية قصيرة الأجل التي تتداول في سـوق النقد، أي تلك التي يكون تاريخ استحقاقها أقل من سنة. وتتناسب هذه الصناديق مع المـستثمرين الذين يضعون هدفي السيولة والأمان في مقدمة أهدافهم الاستثمارية، ومن أنواعهـا مـا يلـي (بورصتي القاهرة والإسكندرية للأوراق المالية، 2005-هـ، ص4-7):

أ- **صناديق تستثمر في الإصدارات الحكومية:** هذه الصناديق تستثمر في الإصدارات الحكوميـة قصيرة الأجل مثل أذونات الخزانة أو أي أوراق مالية أخرى ذات آجال قصيرة تصدر من قبـل أي جهة حكومية.

ب- **صناديق تستثمر في الإصدارات غير الحكومية:** هذه الصناديق تستثمر في أدوات سوق النقد غير الحكومية مثل شهادات الإيداع وغيرها من الأوراق المالية قصيرة الأجل التي تصدرها الشركات.

3. *الصناديق المتوازنة:*

هذه الصناديق تشتمل على مزيج من الأسهم العادية، والأوراق المالية الأخرى ذات الدخل الثابت مثل: السندات الحكومية، وسندات الإقراض التي تصدرها منشآت الأعمال، والسندات القابلة للتحويل إلى الأسهم العادية، والأسهم الممتازة. وتقوم فلسفة هذه الصناديق على إقامة صناديق استثمارية ذات درجة عالية من التنويع، من خلال الجمع بين صفات الأوراق المالية التي تمثل حقوق ملكية والأوراق المالية التي تمثل مديونية.

وفي الغالب يستثمر الصندوق في السندات بنسبة تتراوح ما بين (25%-50%) كحد أدنى وأحياناً ترتفع نسبة الاستثمار، وذلك لتحقيق العائد الدوري. والنسبة الباقية تستثمر في الأسهم العادية التي تتميز بالنمو على المدى الطويل، وذلك لتحقيق الأرباح الرأسمالية. وفي نهاية المطاف يتحقق لحامل الوثيقة الهدف المنشود المتمثل في تحقيق عائد تنافسي تنخفض في ظله المخاطرة الناتجة عن عدم ثبات السعر (Gitman & Joehnk, 1990, p579-580).

4:6:10:3 أنواع أخرى:

1. *صناديق التحوط أو التغطية:*

ظهر نوع متطور من صناديق الاستثمار يطلق عليه بصناديق التحوط أو صناديق التغطية (Hedge Funds) التي تهدف إلى تجميع الأموال من المستثمرين وتوظيفها في عقود المشتقات المالية، فهي بذلك تختلف عن صناديق الاستثمار التقليدية. فصندوق الاستثمار التقليدي

توجه فيه الأموال إلى الأوراق المالية طويلة الأجل، بهدف تحقيق الأرباح الإيرادية أو الرأسمالية. فبذلك قد ينص في عقد تأسيس الصندوق وضمن استراتيجياته الاستثمارية على تحديد استخدام المستقبليات والخيارات المالية أو حتى سياسة البيع على المكشوف إلا في ظل حدود معينة أو عدم استعمالها مطلقاً. فالعائد المتحقق في هذه الصناديق مرتبط بحركة البورصة، ومدى مساهمة مدراء الصناديق في تحقيق هذا العائد أو زيادته تكون محدودة. بينما صناديق التحوط تسعى لتحقيق عوائد مرتفعة تكون كحد أدنى في السنة 15% على مجموع الأموال المستثمرة، بغض النظر عن حركة البورصة ولتحقيق ذلك يتبنى القائمون على إدارة هذه الصناديق استراتيجيات عدة تضمن إبرام عقود المستقبليات والخيارات المالية، فالعائد المتحقق هو انعكاس لمهارات المدراء ومدى قدرتهم على استغلال الفرص الناتجة عن التنبؤ بأسعار الأوراق المالية وتقلباتها، بهدف تحقيق العوائد المرتفعة والتحوط من المخاطر.

وفي حالة صناديق الاستثمار التقليدية يكون مدراء الصناديق مستقلين عنها بعكس صناديق التحوط حيث يستثمرون رؤوس أموالهم في هذه الصناديق لكي يحرصوا على تحقيق الأهداف المخطط لها. فلذلك النتيجة أنه في صناديق الاستثمار التقليدية تكون المخاطر السوقية [(1)] مرتفعة ومخاطرة إدارة الصندوق [(2)] منخفضة، بعكس صناديق التحوط التي تكون فيها المخاطر السوقية منخفضة ومخاطرة إدارة الصندوق مرتفعة. فلذلك يستطيع المستثمر أن ينوع في استثماراته بين الصندوقين (Harrison, 2000, p1-2).

([1]) المخاطر السوقية هي المخاطر الناتجة عن عوامل تؤثر في الأوراق المالية بوجه عام ولا يقتصر تأثيرها على شركة معينة أو قطاع معين، وترتبط هذه العوامل بالظروف الاقتصادية والسياسية والاجتماعية السائدة في دولة ما (مطر، 2004، ص58). ومنها **مخاطر تذبذب أسعار الفائدة** حيث يترك ارتفاع أسعار الفائدة آثاراً سلبية على أسعار الأسهم والسندات حيث يزداد الطلب على الودائع المصرفية على حساب الأسهم والسندات، وأيضاً **مخاطر أسعار الصرف** فعندما تنخفض قيمة العملة الوطنية فأن ذلك سيدفع الأفراد إلى التخلص من موجوداتهم وأصولهم النقدية ويستبدلونها بالأوراق المالية الأخرى كالأسهم مما يؤدي إلى زيادة الطلب على الأسهم ورفع أسعارها (الخطيب والشرع، 1994، ص379)

([2]) مخاطر إدارة الصندوق هي المخاطر غير السوقية والناتجة عن عوامل تتعلق بالصندوق نفسه، وتكون مستقلة عن العوامل المؤثرة في النشاط الاقتصادي ككل، ومن أهم هذه العوامل الأخطاء الإدارية وظهور قوانين جديدة منظمة للصناعة (مطر، 2004، ص58-59).

وهذه الصناديق تلعب دوراً كبيراً في التأثير على البورصة، فهي تحقق عدة مزايا للبورصة والمستثمر وهي كالتالي (Schneeweis & Georgiev, 2002, p1):

أولاً) البورصة:

أ- تحقيق سيولة مرتفعة للبورصة.

ب- تحقيق التوازن في الأسعار.

ج- تحقيق التنويع الاستثماري للبورصة.

ثانياً) المستثمر:

أ- تخفيض المخاطر المحيطة بالمحفظة الاستثمارية.

ب- تحسين عائد المحفظة الاستثمارية وبالذات في البورصات التي تكون فيها بدائل الاستثمار محدودة ومقتصرة على الأسهم العادية والسندات فقط.

2. ***الصناديق الإسلامية:***

هي صناديق تحقق رغبة صغار المستثمرين فضلاً عن كبارهم في توفير أوراق مالية إسلامية تتيح لهم استثمار أموالهم استثماراً شرعياً، وفقاً لأحكام ومقاصد الشريعة الإسلامية الغراء (دوابه، 2004، ص73).

7.10.3 صناعة صناديق الاستثمار عالمياً:

هناك زيادة ملحوظة في السنوات الأخيرة في صافي أصول الاستثمارات التابعة للأفراد والمؤسسات، وذلك في البورصات المتقدمة والناشئة على حدٍ سواء. حيث لعب المستثمرين الأفراد دوراً هاماً جداً في تحويل مدخراتهم إلى مدراء الاستثمار المتخصصين. فكان النتاج الطبيعي لذلك ازدهار صناعة صناديق الاستثمار بفعل تعدد فرص وبدائل الاستثمار عالمياً،

وتحرر أسواق رأس المال من القيود التجارية والاقتصادية. وأيضاً لكـون الطبقـة المتوسـطة واسعة الانتشار في اقتصاديات الدول الناشئة والمتقدمة على حدٍ سواء سيكون لها دوراً بارزاً في زيادة توظيف الأموال في وثائق الاستثمار الصادرة عن صناديق الاستثمار مـستقبلاً. وأيـضاً بسبب خصخصة مؤسسات التقاعد وازدهار صناعة التأمين وخاصة في البورصات الناشئة حيث سيكون لذلك أثر إيجابي على نمو صناديق الاستثمار.

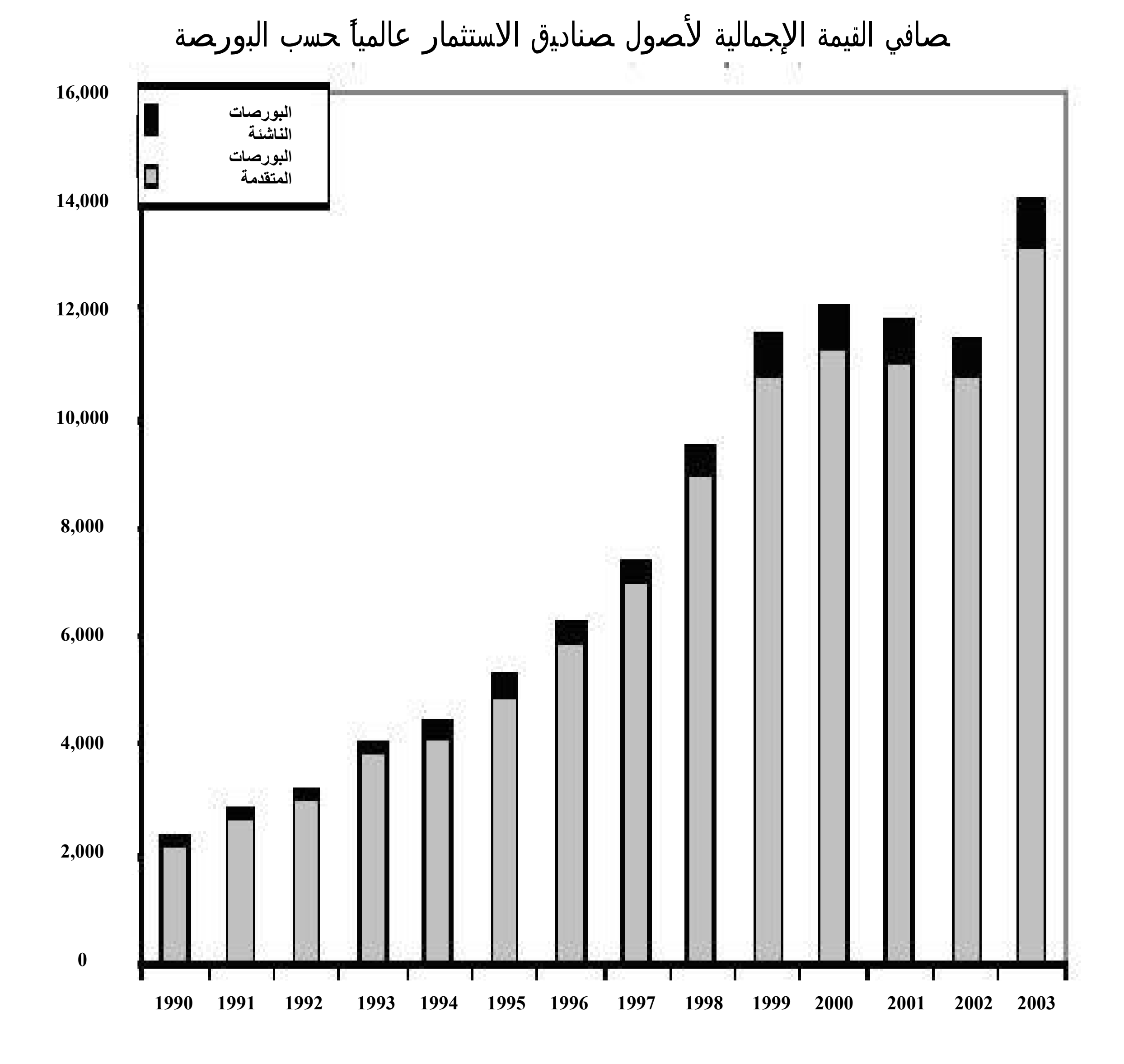
فمثلاً في البورصات الناشئة كان للنمو المتزايد في صناديق الاسـتثمار المحليـة، دوراً بارزاً جداً في تطوير البورصات المحلية وأيضاً بورصات المشتقات المالية، حيث تمكنت هـذه الصناديق من جذب المستثمرين الأجانب، مما أدى إلى زيادة عمق وسيولة البورصات المحليـة مما قلل من اعتمادية القطاع العام والقطاع الخاص على الاقتراض الخارجي.

فصافي أصول صناديق الاستثمار عالمياً نمت بأكثر من ستة أضعاف منذ عـام 1990، حيث قدرت في نهاية عام 2003 بما يقارب 14 تريليون دولار أمريكي. وقد ازدهرت صـناعة صناديق الاستثمار بشكل خاص في البورصات الناشئة فقد نمت بأكثر من 19 ضعف منذ عـام 1990، على الرغم من الأزمات المالية الحادة جداً التي واجهت بعض هـذه البورصـات فـي منتصف التسعينات، ولكن ما زالت صناعة صناديق الاستثمار في البورصات الناشئة تمثل أقـل من 5.7% من القيمة الإجمالية لصافي أصول صناديق الاستثمار عالمياً، فبورصات أسيا الناشئة تمثل تقريباً 3.7% من القيمة الإجمالية لصافي أصول صناديق الاستثمار عالمياً وتشكل صناديق الاستثمار في الأسهم ما يعادل 43% من القيمة الإجمالية لصافي أصول صـناديق الاسـتثمار عالمياً، أي ما قيمته 5.9 تريليون دولار أمريكي تقريباً (Ong & Sy, 2004, p3-5).

والشكل رقم (4) يوضح صافي القيمة الإجمالية لأصول صناديق الاستثمار عالمياً حسب البورصة من (1990-2003)، بينما الشكل رقم (5) يوضح صافي القيمة الإجماليـة لأصـول صناديق الاستثمار عالمياً حسب نوع الصندوق من (1990-2003):

الشكل رقم (4)

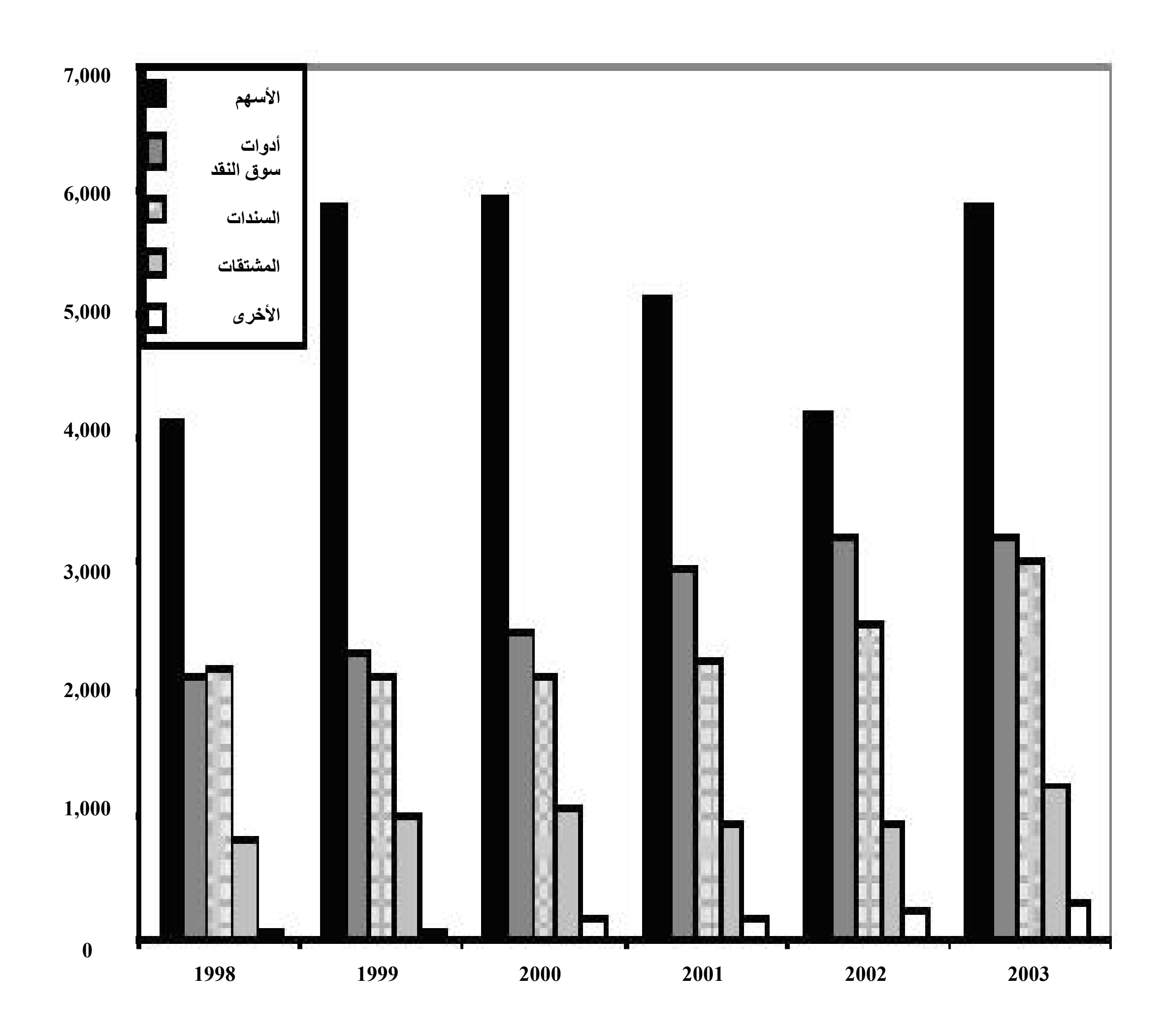
صافي القيمة الإجمالية لأصول صناديق الاستثمار عالمياً حسب البورصة



Source: (Researcher Translation - From Basic Data - Ong & Sy, 2004, p4)

الشكل رقم (5)

صافي القيمة الإجمالية لأصول صناديق الاستثمار عالمياً حسب نوع الصندوق



Source: (Researcher Translation - From Basic Data - Ong & Sy, 2004, p5)

ولابد من أن تستفيد البورصات الناشئة من تجارب البورصات المتقدمة في صناعة صناديق الاستثمار، حيث نمت وتزايدت أعداد وأنشطة صناديق الاستثمار في دول أمريكا وأوروبا وبوجه خاص منذ بداية الثمانينات بسبب تلاقي أهداف ورغبات البنوك والمستثمرين والبورصات. ولقد عملت صناعة صناديق الاستثمار خلال العشرين عاماً الأخيرة على تحقيق التنويع والنمو المتزايد، مما أدى إلى نمو المنظمات المساندة لها وتزايد عدد الصناديق، وترجع أسباب نمو الصناديق وتحيز البورصة لها لما يلي (قاسم، 2000، ص118-120):

1. اهتمام البنوك في الخارج وخاصة الأمريكية والأوروبية بصناديق الاستثمار نظراً للإيرادات المتحققة من عوائد الخدمات المرتبطة بها.
2. زيادة الطلب من القطاع العائلي على وثائق صناديق الاستثمار وإحلالها محل الودائع المصرفية، وذلك نتيجة لانخفاض أسعار الفائدة على الودائع المصرفية.
3. هناك الجهات المستفيدة من نمو صناديق الاستثمار كشركات الإدارة، وبالتالي فهي حريصة على النمو المتواصل لصناديق الاستثمار مقابل ما تحصل عليه من أجور الخدمات الاستثمارية.
4. اهتمام البنوك ذاتها بتوسيع حصتها في صناديق الاستثمار، حتى تتمكن من تحقيق أكبر استفادة ممكنة من شريحة عملائها الذين يستثمرون في صناديق الاستثمار.
5. نمو صناديق الاستثمار الكبيرة يمكن البنوك من تقديم الخدمات المرتبطة بها. مثل تقديم تمويل لشراء وثائق من الصندوق لعملائها.

ويستخلص الباحث مما سبق أن صناديق الاستثمار لكي تقوم بمهمتها الهادفة بالأساس إلى تنشيط حركة الاستثمار المالي في البورصة، والتي تعتبر حجر الأساس للتنمية الاقتصادية في أي دولة من الدول التي تتبع النظم الاقتصادية الحديثة والعصرية، والتي تعتمد على الشركات المساهمة ذات رؤوس الأموال الضخمة في تسيير أنشطتها الاقتصادية. لابد من أن تكون لها سياسة استثمارية واضحة لجمهور المستثمرين الصغار والأطراف الخارجية، تحت قيادة مدراء استثمار يمتلكون الخبرة والكفاءة المطلوبة التي تؤهلهم للإشراف على عمل كافة صناديق الاستثمار، فهذه الصناديق تحظى بالاهتمام والمتابعة من قبل المهتمين بالاستثمار في الأوراق المالية للمزايا العديدة التي تحققها والتي بفعلها ازدهرت وتطورت البورصات الناشئة العاملة في أفريقيا وشرق أسيا وأوروبا الشرقية.

والأصل أن يترتب على أنشاء صناديق الاستثمار في أراضي السلطة الوطنية الفلسطينية تطوير وتنشيط سوق فلسطين للأوراق المالية، فالمعروف أن صناديق الاستثمار ذات النهاية المغلقة وذات النهاية المفتوحة توظف جزء كبير من مواردها المالية في البورصة الثانوية المنظمة، هذا إلى جانب أن صناديق الاستثمار المغلقة تدرج وثائق الاستثمار الصادرة عنها في البورصة نفسها، وهذا يحقق للبورصة أهم متطلباتها الأساسية والمتمثلة في توفير حزمة متنوعة من الأوراق المالية التي تتناسب وتتلاءم مع رغبات واحتياجات فئات المستثمرين، وهذا سيساهم في الحد من السمات السلبية المترتبة على اقتصار التعامل في سوق فلسطين للأوراق المالية على الأسهم العادية وغياب منتجات الهندسة المالية، من خلال ارتفاع عدد أوامر البيع والشراء، وتدفقها باستمرار خلال جلسات التداول، وزيادة حجم الصفقات المبرمة، وتخفيض درجة تركز التداول على أسهم بعض الشركات المدرجة في السوق، والتخفيف من حدة التقلبات السعرية. فهذه الأوراق المالية تمثل إضافة حقيقية للبورصة تساعدها في تحقيق أهدافها ويكون لها أثر في تنشيط جميع الشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية والتي تمثل القطاعات الاقتصادية الرئيسية، وهذا ما تعكسه نتائج الاستبانة ونتائج مؤشرات الأسواق المالية.

3-11 الخلاصة:

كان للمراكز البحثية دوراً بارزاً جداً في صناعة الهندسة المالية التي تهتم بتقديم الابتكارات التي تساعد الشركات والمؤسسات في الحد من المخاطر، عبر إصدار الأوراق المالية الجديدة، واقتراح آليات لرفع كفاءة الأسواق المالية، وتصور حلول مبتكرة لمساعدة الشركات على حل مشاكلها التمويلية. ومن أبرز هذه الابتكارات في عالم المال والاستثمار عقود المشتقات

المالية والتي تتمثل أساساً في العقود الآجلة والعقود المستقبلية وعقود الخيارات وعقود المبادلات. وهذه العقود تشتق قيمتها السوقية من القيمة السوقية لأصل آخر يتداول في البورصة الحاضرة، فعقود المشتقات المالية تطورت بصورة ملحوظة في مختلف دول العالم فقد تم إنشاء بورصات مستقلة تتولى مهمة المتاجرة بعقود المشتقات المالية بعدما كانت مقتصرة في بداياتها على الولايات المتحدة الأمريكية فقط، فهذه العقود مجتمعة كان هدفها الأساسي توفير الحماية للمستثمر ضد مخاطر التقلبات الحادة في الأسعار. وأيضاً تعتبر صناديق الاستثمار أحد أبرز الأوراق المالية غير المباشرة، حيث تتسم بتعدد أنواعها والتي تتناسب مع فئات مختلفة من المستثمرين، حيث يقومون بتوظيف أموالهم في الصناديق التي تتماثل إستراتيجياتها مع أهدافهم ورغباتهم. فظهرت بسبب ذلك تلك الصناعة والتي تمثل أحد أهم روافد دعم نشاط سوق رأس المال وبالذات البورصات. فكان لها السبق في تطوير أداء البورصات الأمريكية والأوروبية والأسيوية. فتطبيق أسلوب التمويل بالهامش وأسلوب البيع على المكشوف وإدراج بعض الأوراق المالية المستحدثة وعقود المشتقات المالية وصناديق الاستثمار سيتعبه تنشيط أداء سوق فلسطين للأوراق المالية من خلال توفير فرص الاستفادة من التنويع الاستثماري التي يتبعها ارتفاع عدد أوامر البيع والشراء، وتدفقها بسرعة خلال جلسات التداول، وارتفاع حجم الصفقات المبرمة، وتخفيض درجة تركز التداول على أسهم بعض الشركات المدرجة، والتخفيف من حدة التقلبات السعرية، وبذلك تستطيع سوق فلسطين للأوراق المالية الحد من السمات السلبية الناجمة عن اقتصار التعامل فيها على الأسهم العادية وغياب منتجات الهندسة المالية، عبر إضافة منتجات جديدة ذات جودة عالية تتناسب مع رغبات المستثمرين وتحقق للسوق أهدافها، وهذا ما تعكسه نتائج الاستبانة ونتائج مؤشرات الأسواق المالية.

الفصل الثالث

إجراءات الدراسة

إجراءات الدراسة

4-1 أسلوب الدراسة:

من أنسب أساليب ومناهج البحث العلمي لهذه الدراسة المنهج الوصفي التحليلي، وهذا يتطلب الحصول على معلومات كافية ودقيقة عن واقع التعامل في الماضي والحاضر في سوق فلسطين للأوراق المالية، والآثار الناجمة عن اقتصار التعامل في هذا السوق على الأسهم العادية وغياب منتجات الهندسة المالية، واستعراض منتجات الهندسة المالية محل الدراسة والمدرجة في البورصات العربية والقارية والعالمية، للتعرف على مدى مساهمتها في تنشيط سوق فلسطين للأوراق المالية، للوصول إلى فهم أفضل وأدق للظاهرة ووضع السياسات والإجراءات المستقبلية المناسبة للنهوض بهذا الجانب، من خلال إجراء دراسة تطبيقية على عينة من المستثمرين المتعاملين مع شركات الوساطة المالية [1] في قطاع غزة.

([1]) هي شركات الأوراق المالية المنتسبة لعضوية كل من سوق فلسطين للأوراق المالية ومركز الإيداع والتحويل، والمرخص لها من قبل هيئة سوق رأس المال الفلسطينية، والموافق لها من قبل مجلس إدارة سوق فلسطين للأوراق المالية بالتعامل في الأوراق المالية المدرجة في السوق مباشرة، وممارسة النشاطات الأخرى التي تنظمها وتشرف عليها السوق بموجب الاتفاقية المبرمة مع السلطة الوطنية الفلسطينية و/أو القانون وبالشكل الذي تحدده شروط السوق (سوق فلسطين للأوراق المالية، 2005-ي، ص2).

2-4 منهجية الدراسة:

1.2.4 مصادر جمع البيانات:

تم الاعتماد على البيانات الثانوية المتمثلة في (الكتب والأبحاث المنشورة في الدوريات المتخصصة وأوراق العمل والمقالات العلمية والإحصائيات)، وتم زيارة المواقع الالكترونية الخاصة بهيئات سوق رأس المال والبورصات ومنظمات واتحادات البورصات العربية والقارية والعالمية.

نظراً لعدم إمكانية تغطية كافة جوانب الدراسة من خلال البيانات الثانوية، فقد تم الاستعانة بالبيانات الأولية لسد هذا النقص، حيث تم توزيع استبانة على عينة من المستثمرين المتعاملين مع شركات الوساطة المالية في قطاع غزة خلال الفترة الممتدة من تاريخ (2006/6/11-2006/6/29).

2.2.4 مقاييس تحليل البيانات:

فرغت بيانات الاستبانة بواسطة برنامج التحليل الإحصائي SPSS، وثم أجريت التحليلات الإحصائية المختلفة على هذه البيانات، والمقاييس الإحصائية المستخدمة في الدراسة هي كالتالي:

1. التكرارات والنسب المئوية والمتوسط الحسابي والوسيط العام.
2. معامل ارتباط بيرسون الخطي.
3. اختبار الإشارة اللامعلمي (Sing Test).
4. اختبار معامل الفاكرونباخ.
5. اختبار التجزئة النصفية.

وأجري تحليل لأداء سوق فلسطين للأوراق المالية خلال الفترة الممتدة من (1997-2000) والفترة الممتدة من (2000-2005) بالمقارنة مع بعض البورصات الناشئة، حيث تم الاعتماد على مجموعة من مؤشرات الأسواق المالية ذات العلاقة مثل: مؤشرات بورصة الأسهم، ومؤشرات بورصة السندات، ومؤشرات بورصة المشتقات المالية، ومؤشرات أخرى.

3-4 مجتمع الدراسة:

تألف مجتمع الدراسة من المستثمرين المتعاملين "الحاليين" مع شركات الوساطة المالية في قطاع غزة [1] ، ونظراً لتحفظ القائمين على شركات الوساطة المالية بخصوص بيان أي معلومات تتعلق بحصر المستثمرين (الأفراد والشركات) لكونها معلومات سرية من وجهة نظرهم، فلم يتم تحديد المجموع الكلي لمفردات مجتمع الدراسة.

4-4 عينة الدراسة:

تم اختيار عينة عشوائية بسيطة من المستثمرين المتعاملين "الحاليين" مع شركات الوساطة المالية في قطاع غزة خلال الفترة الممتدة من (2006/6/11-2006/6/29). حيث وزعت الاستبانة على هؤلاء المستثمرين خلال جلسة التداول المستمر [2] والتي تنعقد يومياً من الساعة العاشرة إلى الساعة الثانية عشر صباحاً، ماعدا يومي الجمعة والسبت. حيث بلغ المجموع الكلي لمفردات عينة

([1]) شركات الوساطة المالية العاملة في قطاع غزة من خلال فروع أو مندوبين أو وكالات هي: الشركة الوطنية للأوراق المالية وشركة سهم للأوراق المالية والشركة المتحدة للأوراق المالية والشركة العالمية للأوراق المالية.

([2]) يتم في هذه المرحلة تنفيذ الصفقات في سوق فلسطين للأوراق المالية، ويستطيع الوسطاء المعتمدون خلال هذه المرحلة إدخال وتعديل وإلغاء الأوامر، واستعراض البيانات من خلال نظام التداول الإلكتروني، وهذه المرحلة أحد مراحل جلسات التداول وهي: مرحلة ما قبل الافتتاح، ومرحلة الافتتاح، ومرحلة التداول المستمر، ومرحلة ما قبل الإغلاق، ومرحلة الإغلاق (سوق فلسطين للأوراق المالية، 2005-و، ص7).

الدراسة 109، وقد استرجع من الاستبانات الموزعة 103 استبانة أي ما نسبته 94.5% تقريباً مـن الاستبانات الموزعة والبالغة 109. وهذه النسبة مقبولة ويمكن الاعتماد عليهـا فـي تعمـيم نتـائج الدراسة في قطاع غزة. والجدول التالي يوضح أيام الزيارة لكـل شـركة وسـاطة ماليـة وعـدد المتعاملين:

الجدول رقم (21)

عينة الدراسة

اسم شركة الوساطة المالية	تاريخ مزاولة النشاط في قطاع غزة	تاريخ الزيارة	عينة الدراسة	الاستبانات الصالحة	نسبة الاستبانات الصالحة
الشركة العالمية للأوراق المالية	1996	(6/15-6/11)	14	14	%13.6
الشركة الوطنية للأوراق المالية	1998	(6/15-6/11)	21	21	%20.4
شركة سهم للأوراق المالية	2003	(6/29-6/25)	58	52	%50.5
الشركة المتحدة للأوراق المالية	2005	(6/22-6/18)	16	16	%15.5
المجموع			109	103	%100

5-4 أداة الدراسة:

تتكون استبانة الدراسة من جزئيين كما يلي:

1. الجزء الأول:

وهو مكون من عدة أسئلة تتعلق بمعلومات عامة عن أفراد العينة مثل (المؤهـل العلمـي، والشكل القانوني للمستثمر، ومجال النشاط، ومعلومات أخرى حول الدخل ونسبة الاستثمارات).

2. الجزء الثاني:

ويتكون من ستة مجالات موضحة في الجدول التالي:

الجدول رقم (22)

مجالات الدراسة الميدانية

م	عنوان المجال	عدد الفقرات
1	أثر اقتصار التعامل في سوق فلسطين للأوراق المالية على الأسهم العادية.	5
2	أسلوب التمويل بالهامش.	5
3	أسلوب البيع على المكشوف.	7
4	إدراج الأوراق المالية المستحدثة.	16
5	عقود المشتقات المالية.	3
6	صناديق الاستثمار.	4
	المجموع	40

مقياس الاستبانة:

المقياس المستخدم في استبانة الدراسة هو مقياس ليكرت الخماسي وقد تم ترميز هذا المقياس كما يلي:

الجدول رقم (23)

مقياس الاستبانة

موافق بشدة	موافق	محايد	غير موافق	غير موافق بشدة
5	4	3	2	1

بالتالي كلما اقتربنا من الدرجة (5) ازدادت شدة الموافقة على العبارة، في حين تزداد شـدة المعارضة كلما اقتربنا من الدرجة (1)، أما إذا اقتربنا من الدرجة (3) فإن ذلك يكون في الاتجـاه المحايد.

6-4 صدق وثبات استبانة الدراسة:

1.6.4 صدق الاستبانة:

يقصد بصدق الاستبانة أن تكون استبانه الدراسة قادرة على إنجاز وقياس ما وضعت لأجله بما يحقق أهداف الدراسة، وقد تم قياس صدق الاستبانة من خلال طريقتين كما يلي:

1:1:6:4 صدق المحتوى (المحكمين):

قام الباحث بإعداد استبانه الدراسة استناداً إلى ما توصلت إليه الدراسـات الـسابقة والمراجـع النظرية في مجال البورصة والهندسة المالية ومن ثم عرض الاستبانة في صورتها الأوليـة علـى مجموعة من الأساتذة الأكاديميين [1] ، ومن لهم خبرة في مجال الهندسة المالية ومنتجاتها، من أجـل الاسترشاد بآرائهم حول الفقرات التي تضمنتها الاستبانة والتي تتعلق بتوجهات المستثمرين المستقبلية في سوق فلسطين للأوراق المالية، من أجل التعرف على اتجاهاتهم فيما لو تبنـى سـوق فلـسطين للأوراق المالية إدراج بعض منتجات الهندسة المالية بدلاً من الاقتصار على التعامل بالأسهم العادية. وقد أخذ الباحث بآراء المحكمين حيث حذف بعض الفقرات التي لا ترتبط بموضوع الاستبانة، كمـا تم تعديل فقرات أخرى، حتى تم التوصل إلى الصورة النهائية للاستبانة، بحيـث أصـبح بمقـدور

([1]) انظر الملحق رقم (2)، قائمة بأسماء محكمي استبانة الدراسة.

الباحث بتوزيع الاستبانة على أفراد عينة الدراسة وهم المستثمرين المتعاملين مع شركات الوساطة المالية في قطاع غزة.

2:1:6:4 صدق الاتساق الداخلي:

يقصد بصدق الاتساق الداخلي مدى اتساق كل فقرة من فقرات الاستبانة مع المجال الذي تنتمي إليه هذه الفقرة، وقد تم التحقق من صدق الاتساق الداخلي من خلال إيجاد معامل الارتباط الخطي بيرسون بين كل فقرة من فقرات الاستبانة والدرجة الكلية للمجال الذي تنتمي إليه هذه الفقرة، وقد كانت النتائج ايجابية بشكل كبير، حيث دلت معاملات الارتباط المختلفة على أن هناك اتساقاً داخلياً للفقرات مع المجالات التي تنتمي إليها وفيما يلي معاملات الارتباط المختلفة لكل فقرة مع المجال الذي تنتمي إليه.

الجدول رقم (24)

معاملات ارتباط بيرسون بين فقرات المجال الأول المتعلق بأثر اقتصار التعامل في سوق فلسطين للأوراق المالية على الأسهم العادية

م	نص فقرات المجال الأول: (أثر اقتصار التعامل في سوق فلسطين للأوراق المالية على الأسهم العادية)	معامل ارتباط بيرسون	مستوى الدلالة الإحصائية sig
1	قلة عدد أوامر البيع والشراء في سوق فلسطين للأوراق المالية، أدى إلى انخفاض حجم تعاملاتي في السوق.	0.660	0
2	عدم تدفق أوامر البيع والشراء بصفة متكررة في سوق فلسطين للأوراق المالية، أدى إلى انخفاض حجم تعاملاتي في السوق.	0.601	0
3	ارتفاع درجة تركز التداول على أسهم بعض الشركات في سوق فلسطين للأوراق المالية، أدى إلى انخفاض حجم تعاملاتي في السوق.	0.685	0
4	غياب التنويع في الأدوات الاستثمارية المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية، أدى إلى انخفاض حجم تعاملاتي في السوق.	0.724	0
5	التقلبات الحادة في أسعار الأوراق المالية المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية، أدى إلى انخفاض حجم تعاملاتي في السوق.	0.604	0

مستوى الدلالة الإحصائية حُسِبَ عند $\alpha = 0.01$

يتبين من الجدول رقم (24) أن كافة معاملات ارتباط بيرسون بين كل فقرة من فقرات المجال الأول والبالغة خمس فقرات والدرجة الكلية للمجال معنوية إحصائياً عند مستوى الدلالة الإحصائية (0.01) وهذا يشير إلى الاتساق الداخلي الكبير لفقرات المجال الأول.

الجدول رقم (25)

معاملات ارتباط بيرسون بين فقرات المجال الثاني المتعلق بأسلوب التمويل بالهامش

م	نص فقرات المجال الثاني: (أسلوب التمويل بالهامش)	معامل ارتباط بيرسون	مستوى الدلالة الإحصائية sig
1	ستزيد استثماراتي في سوق فلسطين للأوراق المالية، إذا ما منحت الفرصة في التعامل بأسلوب التمويل بالهامش.	0.863	0
2	أرغب في إتباع أسلوب التمويل بالهامش، للاستفادة من فرص زيادة نسبة الربحية، في حالة ارتفاع سعر السهم العادي.	0.837	0
3	يوجد قيود صارمة من قبل البنوك التجارية على القروض المقدمة بضمان الأسهم العادية المشتراه، مما يحد من حجم استثماراتي في سوق فلسطين للأوراق المالية.	0.747	0
4	قيام سوق فلسطين للأوراق المالية، بتنظيم دورات تدريبية حول استراتيجيات التمويل بالهامش، سيجعلني أقدم على إبرام صفقات بإتباع هذا الأسلوب.	0.792	0
5	إتباعي لأسلوب التمويل بالهامش، مرتبط بإصدار مجموعة من التنظيمات واللوائح المرنة التي تضبط هذا التعامل في مختلف الظروف الاقتصادية.	0.718	0

مستوى الدلالة الإحصائية حُسِبَ عند $\alpha = 0.01$

يتبين من الجدول رقم (25) أن كافة معاملات ارتباط بيرسون بين كل فقرة من فقرات المجال الثاني والبالغة خمس فقرات والدرجة الكلية للمجال معنوية إحصائياً عند مستوى الدلالة الإحصائية (0.01) وهذا يشير إلى الاتساق الداخلي الكبير لفقرات المجال الثاني.

الجدول رقم (26)

معاملات ارتباط بيرسون بين فقرات المجال الثالث المتعلق بأسلوب البيع على المكشوف

م	نص فقرات المجال الثالث: (أسلوب البيع على المكشوف)	معامل ارتباط بيرسون	مستوى الدلالة الإحصائية sig
1	ستزيد استثماراتي في سوق فلسطين للأوراق المالية، إذا ما منحت الفرصة في التعامل بأسلوب البيع على المكشوف.	0.862	0
2	أرغب في إتباع أسلوب البيع على المكشوف، للاستفادة من فرص زيادة نسبة الربحية، في حالة انخفاض سعر السهم العادي.	0.856	0
3	أرغب في إتباع أسلوب البيع على المكشوف لكونه يمنحني فرصة تأجيل دفع الضريبة على الأرباح.	0.782	0
4	أرغب بإقراض أوراق مالية أملكها لأحد البائعين على المكشوف، لكون الأموال محل الصفقة ستكون مرهونة لي فأستثمرها مقابل الحصول على العائد.	0.830	0
5	أرغب بإقراض أوراق مالية أملكها لأحد البائعين على المكشوف، لكون التوزيعات النقدية للأسهم محل الصفقة سيدفعها لي البائع على المكشوف.	0.813	0
6	قيام سوق فلسطين للأوراق المالية، بتنظيم دورات تدريبية حول استراتيجيات البيع على المكشوف، سيجعلني أقدم على إبرام صفقات بإتباع هذا الأسلوب.	0.762	0
7	إتباعي لأسلوب البيع على المكشوف، مرتبط بإصدار مجموعة من التنظيمات واللوائح المرنة التي تضبط هذا التعامل في مختلف الظروف الاقتصادية.	0.709	0

مستوى الدلالة الإحصائية حُسِبَ عند α = 0.01

يتبين من الجدول رقم (26) أن كافة معاملات ارتباط بيرسون بين كل فقرة من فقرات المجال الثالث والبالغة سبع فقرات والدرجة الكلية للمجال معنوية إحصائياً عند مستوى الدلالة الإحصائية (0.01) وهذا يشير إلى الاتساق الداخلي الكبير لفقرات المجال الثالث.

الجدول رقم (27)

معاملات ارتباط بيرسون بين فقرات المجال الرابع المتعلق بإدراج الأوراق المالية المستحدثة

م	نص فقرات المجال الرابع: (إدراج الأوراق المالية المستحدثة)	معامل ارتباط بيرسون	مستوى الدلالة الإحصائية sig
1	أرغب بالاستثمار في الأسهم الممتازة التي تمنحني الحق في الحصول على نسبة أرباح سنوية ثابتة.	0.559	0
2	أرغب بالاستثمار في الأسهم الممتازة القابلة للتحويل للأسهم العادية، للاستفادة من فرص نمو الشركة مستقبلاً بممارسة حق التحويل.	0.685	0
3	أرغب بالاستثمار في الأسهم الممتازة التي تمنحني الحق في شراء عدد ثابت من الأسهم العادية مستقبلاً وبسعر محدد (Warrants).	0.608	0
4	أرغب بالاستثمار في أسهم الشركات الأجنبية في حال إدراجها في سوق فلسطين للأوراق المالية.	0.552	0
5	أرغب بالاستثمار في شهادات الإيداع الصادرة عن البنوك الدولية مقابل الاحتفاظ بغطاء يقابلها من الأسهم المحلية، لكونها تمكني من بناء محفظة استثمارية دولية منخفضة المخاطر.	0.646	0
6	ارغب بالاستثمار في أسهم المؤشرات التي تعطي حاملها حق شائع على محفظة مماثلة لمكونات مؤشر القدس.	0.635	0
7	أرغب بالاستثمار في سندات الخزينة الحكومية طويلة الأجل ذات المخاطر المنخفضة.	0.735	0
8	تزيد ثقتي في سندات الخزينة الحكومية طويلة الأجل إذا ما كانت مضمونة.	0.772	0
9	أرغب بالاستثمار في السندات طويلة الأجل المضمونة الصادرة عن الشركات، ذات المخاطرة المنخفضة بالمقارنة بالأسهم العادية.	0.790	0
10	أرغب بالاستثمار في السندات القابلة للتحويل للأسهم العادية، للاستفادة من فرص نمو الشركة مستقبلاً بممارسة حق التحويل.	0.767	0
11	أرغب بالاستثمار في السندات التي تمنحني الحق في شراء عدد ثابت من الأسهم العادية مستقبلاً وبسعر محدد (Warrants).	0.799	0
12	أرغب بالاستثمار في السندات التي تصدر عن المؤسسات المالية والمضمونة بقروض الرهن العقاري ذات المخاطر المنخفضة.	0.802	0

تابع الجدول رقم (27)

معاملات ارتباط بيرسون بين فقرات المجال الرابع المتعلق بإدراج الأوراق المالية المستحدثة

م	نص فقرات المجال الرابع: (إدراج الأوراق المالية المستحدثة)	معامل ارتباط بيرسون	مستوى الدلالة الإحصائية sig
13	أرغب بالاستثمار في السندات الأجنبية في حال إدراجها في سوق فلسطين للأوراق المالية.	0.698	0
14	أفضل ربط استثماري في السندات بوجود مؤسسة مالية تتولى مهمة تصنيف قوة الشركات الائتمانية.	0.809	0
15	استثمر في السندات في ظل وجود قوانين حكومية تنظم إصدار الشركات للسندات.	0.836	0
16	قيام سوق فلسطين للأوراق المالية، بتنظيم دورات تدريبية حول استراتيجيات الاستثمار في الأسهم الممتازة والسندات، سيجعلني أقدم على التعامل فيها.	0.717	0

مستوى الدلالة الإحصائية حُسِبَ عند α = 0.01

يتبين من الجدول رقم (27) أن كافة معاملات ارتباط بيرسون بين كل فقرة من فقرات المجال الرابع والبالغة 16 فقرة والدرجة الكلية للمجال معنوية إحصائياً عند مستوى الدلالة الإحصائية (0.01) وهذا يشير إلى الاتساق الداخلي الكبير لفقرات المجال الرابع.

الجدول رقم (28)

معاملات ارتباط بيرسون بين فقرات المجال الخامس المتعلق بعقود المشتقات المالية

م	نص فقرات المجال الخامس: (عقود المشتقات المالية)	معامل ارتباط بيرسون	مستوى الدلالة الإحصائية sig
1	أرغب بإبرام عقد مستقبلي، والذي يعني قيامي بالاتفاق مع أحد المستثمرين علـى شراء أو بيع سهم عادي في تاريخ لاحق وبسعر تنفيذ معين على أن يكون العقـد ملزماً للطرفين، مقابل قيام مشترى وبائع العقد بدفع نسبة ضئيلة من قيمة الصفقة تتراوح ما بين (10%-15%).	0.901	0
2	أرغب بإبرام عقد خيار والذي يعني قيامي بالاتفاق مع أحد المستثمرين على شراء أو بيع سهم عادي في تاريخ لاحق وبسعر تنفيذ معين، مقابل قيامي بـدفع مبلـغ ضئيل لبائع الخيار نظير الحصول على حق عدم الالتزام بالتنفيذ.	0.909	0
3	قيام سوق فلسطين للأوراق المالية، بتنظيم دورات تدريبيـة حـول اسـتراتيجيات الاستثمار في عقود المشتقات المالية، سيجعلني أقدم على التعامل فيها.	0.802	0

مستوى الدلالة الإحصائية حُسِبَ عند α = 0.01

يتبين من الجدول رقم (28) أن كافة معاملات ارتباط بيرسون بين كل فقرة من فقرات المجال الخامس والبالغة ثلاث فقرات والدرجة الكلية للمجال معنوية إحصائياً عند مستوى الدلالة الإحصائية (0.01) وهذا يشير إلى الاتساق الداخلي الكبير لفقرات المجال الخامس.

الجدول رقم (29)

معاملات ارتباط بيرسون بين فقرات المجال السادس المتعلق بصناديق الاستثمار

م	نص فقرات المجال السادس: (صناديق الاستثمار)	معامل ارتباط بيرسون	مستوى الدلالة الإحصائية sig
1	أرغب بالاستثمار في وثائق الاستثمار المغلقة نظراً لكونهـا قابلـة للتـداول فـي البورصة.	0.820	0
	أرغب بالاستثمار في وثائق الاستثمار المفتوحة، لكون مجلس إدارة الصندوق على استعداد تام لشراء الوثائق حسب قيمة الأصل الصافية للسهم.	0.882	0
3	قيام سوق فلسطين للأوراق المالية، بتنظيم دورات تدريبيـة حـول اسـتراتيجيات الاستثمار في صناديق الاستثمار، سيجعلني أقدم على التعامل فيها.	0.796	0
4	توظيف أموالي في وثائق الاستثمار، مرتبط بإصـدار مجموعـة مـن القـوانين والتشريعات التي تحكم إدارة صناديق الاستثمار.	0.851	0

مستوى الدلالة الإحصائية حُسِبَ عند α = 0.01

يتبين من الجدول رقم (29) أن كافة معاملات ارتباط بيرسون بين كل فقرة من فقرات المجال السادس والبالغة خمس فقرات والدرجة الكلية للمجال معنوية إحصائياً عند مستوى الدلالة الإحصائية (0.01) وهذا يشير إلى الاتساق الداخلي الكبير لفقرات المجال السادس.

بالإضافة إلى ما سبق فقد تم حساب معامل ارتباط بيرسون بين درجة كل مجال من مجـالات الاستبانة الستة والدرجة الكلية للاستبانة وذلك كما في الجدول التالي:

الجدول رقم (30)

معاملات ارتباط بيرسون لمجالات الاستبانة الستة مع الدرجة الكلية للاستبانة

م	عنوان المجال	معامل ارتباط بيرسون	مستوى الدلالة الإحصائية sig
1	أثر اقتصار التعامل في سوق فلسطين للأوراق المالية على الأسهم العادية.	0.434	0
2	أسلوب التمويل بالهامش.	0.535	0
3	أسلوب البيع على المكشوف.	0.644	0
4	إدراج الأوراق المالية المستحدثة.	0.790	0
5	عقود المشتقات المالية.	0.582	0
6	صناديق الاستثمار.	0.576	0

مستوى الدلالة الإحصائية حُسِبَ عند α = 0.01

يتبين من الجدول رقم (30) أن جميع معاملات الارتباط في جميع مجالات الاستبانة الستة دالة إحصائياً وبدرجة قوية عند مستوى دلالة إحصائية (0.01).

مما يعني أن درجات أفراد العينة في كل مجال من مجالات الاستبانة ترتبط ارتباطاً دالاً إحصائياً بدرجاتهم الكلية في الاستبانة، وهذا يشير إلى تحقق صدق الاتساق الداخلي لاستبانة الدراسة وبشكل قوي.

2.6.4 ثبات الاستبانة:

يقصد بثبات الاستبانة أن تعطي هذه الاستبانة نفس النتيجة فيما لو تم إعادة توزيع الاستبانة أكثر من مرة، أو بعبارة أخرى أن ثبات الاستبانة يعني الاستقرار في نتائج الاستبانة وعدم تغييرها بشكل كبير فيما لو تم إعادة توزيعها على أفراد العينة عدة مرات خلال فترات زمنية معينة.

وقد تحقق الباحث من ثبات استبانة الدراسة من خلال طريقتي التجزئة النـصفية ومعامـل الفاكرونباخ وذلك كما يلي:

1:2:6:4 طريقة التجزئة النصفية:

قام الباحث بتقسيم فقرات كل مجال من مجالات الاستبانة الستة وكذلك الاستبانة ككـل إلى جزئيين بحيث يشمل **الجزء الأول** العبارات ذات الأرقام الفردية ويشمل **الجزء الثاني** العبـارات ذات الأرقام الزوجية، ثم حسبت درجات الجزء الأول ودرجات الجزء الثاني في كـل مجـال مـن مجالات الاستبانة، وبعد ذلك تم حساب معامل ارتباط بيرسون بين الجزئيين، ثم تم تعـديل معامـل الارتباط باستخدام معادلة سيبرمان براون وهذه المعادلة هي:

معامل الثبات $R = \frac{2r}{r+1}$

حيث r = معامل ارتباط بيرسون، وقد كانت النتائج كما يلي:

الجدول رقم (31)

معاملات ارتباط بيرسون والثبات لكل مجال من مجالات الاستبانة وكذلك للاستبانة ككل

م	مجـ ـالات الاستبانة	عدد الفقرات	معامل ارتباط بيرسون	معامل الثبات	مستوى الدلالة الإحصائية sig
	الاستبانة ككل.	41	0.929	0.963	0
1	اثر اقتصار التعامل في سوق فلسطين للأوراق الماليـة على الأسهم العادية.	5	0.643	0.782	0
2	أسلوب التمويل بالهامش.	5	0.812	0.896	0
3	أسلوب البيع على المكشوف.	7	0.910	0.953	0
4	إدراج الأوراق المالية المستحدثة.	16	0.938	0.968	0
5	عقود المشتقات المالية.	3	0.776	0.874	0
6	صناديق الاستثمار.	5	0.839	0.912	0

مستوى الدلالة الإحصائية حُسِبَ عند α = 0.01

يتبين من الجدول رقم (31) أن معامل ثبات الاستبانة بلغ 0.963، وهو قيمة مرتفعة وجيدة ودالة إحصائياً عند مستوى دلالة α = 0.01، كما أن معاملات الارتباط والثبات لمجالات الاستبانة الستة أيضاً مرتفعة ومعنوية إحصائياً وهذا يؤكد ثبات الاستبانة وصلاحيتها للاستخدام.

2:2:6:4 **طريقة معامل ألفا كرونباخ:**

قام الباحث بحساب معاملات الفاكرونباخ للاستبانة ككل وكذلك لكل مجال من مجالاتها الستة وذلك كما يلي:

الجدول رقم (32)

معامل ألفا كرونباخ لكل مجال من مجالات الاستبانة وكذلك للاستبانة ككل

م	مجالات الاستبانة	عدد الفقرات	معامل ثبات الفاكرونباخ
	الاستبانة ككل.	40	0.992
1	اثر اقتصار التعامل في سوق فلسطين للأوراق المالية على الأسهم العادية.	5	0.666
2	أسلوب التمويل بالهامش.	5	0.850
3	أسلوب البيع على المكشوف.	7	0.908
4	إدراج الأوراق المالية المستحدثة.	16	0.936
5	عقود المشتقات المالية.	3	0.841
6	صناديق الاستثمار.	4	0.870

يتبين من الجدول رقم (32) أن معامل ألفا كرونباخ للاستبانة ككل بلغ 0.922، وهي قيمة مرتفعة وجيدة من الناحية الإحصائية في مثل هذه الدراسات، كذلك فإن قيم معاملات ألفاكرونباخ في جميع المجالات جيدة من الناحية الإحصائية في مثل هذه الدراسات وتتمتع بدرجة عالية من الثبات.

وبذلك يكون الباحث قد تأكد من صدق وثبات استبانة الدراسة المتعلقة بتوجهات المستثمرين المستقبلية فيما لو أدرج سوق فلسطين للأوراق المالية بعض منتجات الهندسة المالية، مما يجعله

على ثقة تامة بصحة الاستبانة وصلاحيتها لتحليل النتائج والإجابة على أسئلة الدراسة واختبار فرضياتها.

7-4 وصف عينة الدراسة:

الجدول رقم (33)

الشكل القانوني للمستثمر

الشكل القانوني	التكرار	النسبة المئوية
فردي	101	%98.06
مؤسساتي	2	%1.94
المجموع	103	%100.00

يلاحظ من الجدول رقم (33) أن نسبة المستثمرين الأفراد من المجموع الكلي للمستثمرين تبلغ 98.06%، بينما نسبة المؤسسات تبلغ 1.94%.

الجدول رقم (34)

الغرض من التعامل

الغرض من التعامل	التكرار	النسبة المئوية
الاستثمار	37	%35.92
المضاربة	65	%63.11
القيم الناقصة	1	%0.97
المجموع	103	%100.00

يلاحظ من الجدول رقم (34) أن نسبة المتعاملين (المستثمرين) تبلغ 35.92%، ونسبة المتعاملين (المضاربين) تبلغ 63.11%، بينما نسبة القيم الناقصة تبلغ 0.97%.

الجدول رقم (35)

المؤهل العلمي

المؤهل العلمي	التكرار	النسبة المئوية
ثانوية عامة وما دون	7	%6.80
دبلوم	13	%12.62
بكالوريوس	77	%74.76
دراسات عليا	5	%4.85
القيم الناقصة	1	%0.97
المجموع	103	%100.00

نلاحظ من الجدول رقم (35) أن نسبة المستثمرين الحاصلين على الثانوية العامة ومـادون تبلغ 6.80%، بينما نسبة المستثمرين الحاصلين علـى شـهادة دبلـوم تبلـغ 12.62%، ونـسبة المستثمرين الحاصلين على شهادة البكالوريوس تبلغ 74.76%، ونسبة المستثمرين الحاصلين علـى شهادة الدراسات العليا تبلغ 4.85%، بينما نسبة القيم الناقصة تبلغ 0.97%.

الجدول رقم (36)

مجال نشاط المستثمر

نشاط المستثمر	التكرار	النسبة المئوية
الصناعة	24	%23.30
الخدمات	25	%24.27
البنوك والتأمين	23	%22.33
الحكومة	24	%23.30
أخرى	5	%4.86
القيم الناقصة	2	%1.94
المجموع	103	%100.00

نلاحظ من الجدول رقم (36) أن نسبة المستثمرين العاملين فـي قطـاع الـصناعة تبلـغ 23.30%، بينما نسبة المستثمرين العاملين في قطاع الخدمات تبلغ 24.27%، ونسبة المـستثمرين

العاملين في قطاع البنوك والتامين تبلغ 22.33%، ونسبة المستثمرين العاملين في القطاع الحكومي تبلغ 23.30%، ونسبة المستثمرين العاملين في القطاعات الأخرى تبلغ 4.86%، بينما نـسبة القـيم الناقصة تبلغ 1.94%.

الجدول رقم (37)

متوسط الدخل الشهري

متوسط الدخل الشهري	التكرار	النسبة المئوية
($1,000 فأقل)	68	%66.02
($1,000 - $2,000)	27	%26.21
($2,000 - $3,000)	5	%4.86
($3,000 فأكثر)	1	%0.97
القيم الناقصة	2	%1.94
المجموع	103	%100.00

يلاحظ من الجدول رقم (37) أن نسبة المستثمرين الذين يقدر متوسط دخلهم الشهري بـ ـ $1,000 فأقل تبلغ 66.02%، بينما نسبة المستثمرين الذين يقدر متوسـط دخلهـم الـشهري بـين ($1,000 - $2,000) تبلغ 26.21%، ونسبة المستثمرين الذين يقدر متوسط دخلهم الشهري بـين ($2,000 - $3,000) تبلغ 4.86%، ونسبة المستثمرين الذين يقدر متوسط دخلهم الـشهري بـ ـ $3,000 فأكثر تبلغ 0.97%، بينما نسبة القيم الناقصة تبلغ 1.94%.

الجدول رقم (38)

متوسط الادخار الشهري

متوسط الادخار الشهري	التكرار	النسبة المئوية
($500 فأقل)	79	%76.70
($1,000 - $500)	18	%17.48
($1,500 - $1,000)	1	%0.97
($1,500 فأكثر)	2	%1.94
القيم الناقصة	3	%2.91
المجموع	103	%100.00

يلاحظ من الجدول رقم (38) أن نسبة المستثمرين الذين يقدر متوسط ادخارهم الشهري بـ $500 فأقل تبلغ 76.70%، بينما نسبة المستثمرين الذين يقدر متوسط ادخارهم الشهري بين ($1,000 - $500) تبلغ 17.48%، ونسبة المستثمرين الذين يقدر متوسط ادخارهم الشهري بين ($1,500 - $1,000) تبلغ 0.97%، ونسبة المستثمرين الذين يقدر متوسط ادخارهم الشهري بـ $1,500 فأكثر تبلغ 1.94%، بينما نسبة القيم الناقصة تبلغ 2.91%.

الجدول رقم (39)

متوسط الاستثمار الشهري

متوسط الاستثمار الشهري	التكرار	النسبة المئوية
($500 فأقل)	68	%66.02
($1,000 - $500)	18	%17.48
($1,500 - $1,000)	5	%4.85
($1,500 فأكثر)	9	%8.74
القيم الناقصة	3	%2.91
المجموع	103	%100.00

يلاحظ من الجدول رقم (39) أن نسبة المستثمرين الذين يقدر متوسط استثمارهم الـشهري بـ 500$ فأقل تبلغ 66.02%، بينما نسبة المستثمرين الذين يقدر متوسط استثمارهم الشهري بـين (500$ - 1,000$) تبلغ 17.48%، ونسبة المستثمرين الذين يقدر متوسط استثمارهم الشهري بين (1,000$ - 1,500$) تبلغ 4.85%، ونسبة المستثمرين الذين يقدر متوسط استثمارهم الشهري بـ 1,500$ فأكثر تبلغ 8.74%، بينما نسبة القيم الناقصة تبلغ 2.91%.

الجدول رقم (40)

المدة الزمنية للتعامل في سوق فلسطين للأوراق المالية بالسنوات

المدة الزمنية	التكرار	النسبة المئوية
أقل من سنتين	45	%43.69
(3 – 5)	34	%33.00
(6 – 8)	14	%13.60
9 سنوات فأكثر	1	%0.97
القيم الناقصة	9	%8.74
المجموع	103	%100.00

يلاحظ من الجدول رقم (40) أن نسبة المستثمرين الذين كانت فترة تعـاملهم فـي سـوق فلسطين للأوراق المالية تقدر بأقل من سنتين تبلغ 43.69%، بينما نسبة المستثمرين الذين تراوحت فترة تعاملهم في سوق فلسطين للأوراق المالية بين (3 - 5) تبلغ 33.00%، ونـسبة المـستثمرين الذين تراوحت فترة تعاملهم في سوق فلسطين للأوراق المالية بين (6 - 8) تبلغ 13.60%، ونسبة المستثمرين الذين كانت فترة تعاملهم في سوق فلسطين للأوراق المالية تقدر بتسع سنوات فأكثر تبلغ 0.97%، بينما نسبة القيم الناقصة تبلغ 8.74%.

الجدول رقم (41)

نسب توظيف الأموال في أدوات الاستثمار العينية والمالية

نسبة التوظيف	أدوات الاستثمار العينية والمالية					
	الأسهم العادية	الأسهم الممتازة	السندات	الودائع المصرفية	العقارات	المعادن النفيسة
(%25 – 1)	%11.65	%6.80	%2.91	%5.82	%2.91	%6.80
(%26 - %50)	%20.39	%19.42	%7.77	%6.80	%5.83	%4.85
(%51 - %75)	%38.83	%5.82	%1.94	%0.97	%1.94	%0.97
(%76 - %100)	%20.39	%8.74	%2.91	%2.91	%3.88	%0.97
القيم الناقصة	%8.74	%59.22	%84.47	%83.50	%85.44	%86.41
المجموع	%100	%100	%100	%100	%100	%100

يلاحظ من الجدول رقم (41) أن نسبة المستثمرين في الأسهم العادية حظيت على المرتبة الأولى حيث بلغت في مختلف نسب التوظيف 91.26%، بينما نسبة المستثمرين في الأسهم الممتازة حظيت على المرتبة الثانية حيث بلغت في مختلف نسب التوظيف 40.78%، ونسبة المستثمرين في الودائع المصرفية حظيت على المرتبة الثالثة حيث بلغت في مختلف نسب التوظيف 16.5%، ونسبة المستثمرين في السندات حظيت على المرتبة الرابعة حيث بلغت في مختلف نسب التوظيف 15.53%، ونسبة المستثمرين في العقارات حظيت على المرتبة الخامسة حيث بلغت في مختلف نسب التوظيف 14.56%، ونسبة المستثمرين في المعادن النفيسة حظيت على المرتبة السادسة والأخيرة حيث بلغت في مختلف نسب التوظيف 13.59%.

8-4 اختبار فرضيات الدراسة:

تم استخدام اختبار الإشارة اللامعلمي (Sign Test) [1] لاختبار فرضيات الدراسة من خلال اختبار ما إذا كان وسيط آراء أفراد العينة على كل عبارة من عبارات الاستبانة، وكذلك على المجالات ككل يختلف إحصائياً عن وسيط المقياس المستخدم في استبانة الدراسة وهو الدرجة (3) والتي تمثل الرأي (محايد)، من أجل معرفة ما إذا كان هناك موافقة جوهرية ومعنوية إحصائياً من أفراد العينة على عبارات الاستبانة أم لا، وبالتالي معرفة توجهاتهم المستقبلية في حالة تطبيق سوق فلسطين للأوراق المالية لبعض أساليب الهندسة المالية الخاصة بتسوية الصفقات وإدراجه لبعض منتجات الهندسة المالية التي يتناولها الباحث في دراسته، ومن ثم إمكانية تنشيط هذا السوق بشكل ايجابي وبما يمكنه من لعب دور أكبر في تنمية الاقتصاد الفلسطيني.

1. **اختبار الفرضية الرئيسية الأولى والتي تنص على:**

(إن الآثار الناجمة عن اقتصار التعامل في سوق فلسطين للأوراق المالية على الأسهم العادية، أدى إلى انخفاض إقبال المستثمرين على توظيف أموالهم في سوق فلسطين للأوراق المالية).

ولاختبار هذه الفرضية تم استخدام اختبار الإشارة وذلك لاختبار الفرضية الإحصائية الموجهة التالية:

$H0: M <= 3$

$H1: M > 3$

---

[1] اختبار الإشارة اللامعلمي (Sign Test): يعتبر أحد بدائل اختبار t لعينة واحدة المعلمي، فهذا الاختبار يستخدم للتحقق من مطابقة وسيط عينة مختارة من مجتمع إحصائي مع وسيط ذلك المجتمع، ويستخدم لتحديد اتجاه الفروق بين آراء أفراد العينة (عفانة، 1998، ص62-63).

وتشير الفرضية الإحصائية العدمية H0 إلى عدم موافقة المستثمرين فـي سـوق فلـسطين للأوراق المالية على أن انخفاض استثماراتهم في هذا السوق يرجع إلى اقتصار التعامل فيـه علـى الأسهم العادية، أما الفرضية البديلة H1 فتشير إلى موافقة المستثمرين في سوق فلسطين لـلأوراق المالية على أن انخفاض استثماراتهم في هذا السوق يرجع إلى اقتصار التعامل فيه علـى الأسـهم العادية.

وقد تم إجراء الاختبار الإحصائي وتحديد مستوى المعنوية على أساس ذيل واحد وهو الذيل الأعلى كما هو واضح من الفرضية البديلة السابقة، وذلك كما يلي:

الجدول رقم (42)

نتيجة اختبار الإشارة للمجال الأول الخاص بواقع التعامل في الأوراق المالية المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية

المجال الأول	نسبة الإشارات الموجبة	نسبة الإشارات السالبة	نسبة الأصفار (الحياد)	قيمة Z	مستوى المعنوية sig	الوسيط العام
واقع التعامـل فـي الأوراق الماليـة المدرجة في سوق فلسطين لـلأوراق المالية.	%93.2	%2.9	%3.9	-9.246	0	4

مستوى المعنوية الإحصائية حُسِبَ عند α = 0.01

تم تحديد الإشارات على أساس (وسيط آراء إفراد العينة - وسيط مقياس الاستبانة (3))

يتبين من الجدول رقم (42) أن قيمة اختبار الإشارة (z) معنوية إحصائياً عند مستوى دلالة (0.01) وهذا يعني أن هناك فرقاً معنوياً إحصائياً بين وسيط إجابات أفراد العينـة علـى عبـارات المجال الأول، ووسيط المقياس المستخدم في استبانة الدراسة وهو الدرجة (3) ويعزز هذه النتيجـة أن الوسيط العام لآراء أفراد العينة بلغ (4) وهي تمثل درجة الموافقة حسب المقياس المستخدم فـي

استبانة الدراسة. وبالتالي نستنتج من ذلك أن أفراد العينة يرون أن اقتصار التعامل في سوق فلسطين للأوراق المالية على الأسهم العادية أدى إلى انخفاض حجم تعاملاتهم في هذا السوق.

وبناءً على ذلك نقبل الفرضية البحثية الأولى والتي تنص على أن اقتصار التعامل في سوق فلسطين للأوراق المالية على الأسهم العادية، أدى إلى انخفاض إقبال المستثمرين على توظيف أموالهم في سوق فلسطين للأوراق المالية. وللوقوف على آراء أفراد العينة حول الأسباب التفصيلية لذلك فقد تم إيجاد اختبار الإشارة لكل عبارة على حدة من العبارات التي تضمنها المجال الأول وذلك كما يلي:

الجدول رقم (43)

نتيجة اختبار الإشارة لكل عبارة من عبارات المجال الأول

م	عبارات المجال الأول (اقتصار التعامل على الأسهم العادية)	نسبة الإشارات الموجبة	نسبة الإشارات السالبة	نسبة الأصفار (الحياد)	قيمة Z	مستوى المعنوية sig	قيمة الوسيط العام
1	قلة عدد أوامر البيع والشراء في سوق فلسطين للأوراق المالية، أدى إلى انخفاض حجم تعاملاتي في السوق.	%87.4	%5.8	%6.8	8.471-	0	5
2	عدم تدفق أوامر البيع والشراء بصفة متكررة في سوق فلسطين للأوراق المالية، أدى إلى انخفاض حجم تعاملاتي في السوق.	%92.2	%2.9	%4.9	9.192-	0	4
3	ارتفاع درجة تركز التداول على أسهم بعض الشركات في سوق فلسطين للأوراق المالية، أدى إلى انخفاض حجم تعاملاتي في السوق.	%68.9	%13.6	%17.5	6.074-	0	4
4	غياب التنويع في الأدوات الاستثمارية المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية، أدى إلى انخفاض حجم تعاملاتي في السوق.	%75.7	%8.7	%15.6	7.290-	0	4
5	التقلبات الحادة في أسعار الأوراق المالية المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية، أدى إلى انخفاض حجم تعاملاتي في السوق.	%91.2	%4.9	%3.9	8.844-	0	5

مستوى المعنوية الإحصائية حُسِبَ عند α = 0.01

تم تحديد الإشارات على أساس (وسيط آراء أفراد العينة - وسيط مقياس الاستبانة (3))

يتبين من الجدول رقم (43) أن قيمة اختبار الإشارة (z) معنوية إحصائياً في كافة العبارات وهذا يعني أن هناك فروقاً معنوية إحصائياً بين وسيط آراء أفراد العينة على كل عبارة ووسيط المقياس المستخدم في استبانة الدراسة وهو الدرجة (3). كما أن وسيط آراء أفراد العينة في العبارتين الأولى والخامسة كان 5 والتي تمثل درجة الموافقة بشدة في حين أن وسيط أراء أفراد العينة في العبارات (2، 3، 4) كان 4 والتي تمثل درجة الموافقة حسب المقياس المستخدم في

استبانة الدراسة. أي أنه يمكن القول أن أفراد العينة يرون أن الأسباب التالية والتي ترتبط بالأسهم العادية، أدت إلى انخفاض حجم تعاملاتهم في السوق وهذه الأسباب مرتبة حسب الأهمية كما يلي:

أ- عدم تدفق أوامر البيع والشراء بصفة متكررة في سوق فلسطين للأوراق المالية.

ب- التقلبات الحادة في أسعار الأوراق المالية المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية.

ج- قلة عدد أوامر البيع والشراء في سوق فلسطين للأوراق المالية.

د- غياب التنويع في الأدوات الاستثمارية المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية.

ه- ارتفاع درجة تركز التداول على أسهم بعض الشركات في سوق فلسطين للأوراق المالية.

2. اختبار الفرضية الرئيسية الثانية والتي تنص على:

(في حالة السماح بإتباع أسلوب التمويل بالهامش في سوق فلسطين للأوراق المالية، فإن ذلك سيؤدي إلى زيادة إقبال المستثمرين على توظيف أموالهم في سوق فلسطين للأوراق المالية).

وفيما يلي نتيجة الاختبار:

الجدول رقم (44)

نتيجة اختبار الإشارة للمجال الثاني الخاص بأسلوب التمويل بالهامش

المجال الثاني	نسبة الإشارات الموجبة	نسبة الإشارات السالبة	نسبة الأصفار (الحياد)	قيمة Z	مستوى المعنوية sig	الوسيط العام
أسلوب التمويل بالهامش	%83.5	%2.9	%13.6	-8.692	0	4

مستوى المعنوية الإحصائية حُسِبَ عند α = 0.01

تم تحديد الإشارات على أساس (وسيط آراء إفراد العينة - وسيط مقياس الاستبانة (3))

يتبين من الجدول رقم (44) أن قيمة اختبار الإشارة (z) معنوية إحصائياً عند مستوى دلالة (0.01) وهذا يعني أن هناك فروقاً معنوية إحصائياً بين وسيط إجابات أفراد العينة علـى عبـارات المجال الثاني، ووسيط المقياس المستخدم في استبانة الدراسة وهو الدرجة (3) ويعزز هذه النتيجـة أن الوسيط العام لآراء أفراد العينة بلغ (4) وهي تمثل درجة الموافقة حسب المقياس المستخدم في استبانة الدراسة، وبالتالي نستنتج من ذلك أن أفراد العينة موافقون بشكل عام على التعامل بأسـلوب التمويل بالهامش فيما لو تم تطبيقه من قبل سوق فلسطين للأوراق المالية.

وبناءً على ذلك نقبل الفرضية البحثية الثانية والتي تنص على أنه في حالة السماح بإتباع أسلوب التمويل بالهامش في سوق فلسطين للأوراق المالية، فإن ذلك سيؤدي إلى زيـادة إقبـال المستثمرين على توظيف أموالهم في سوق فلسطين للأوراق المالية.

وللوقوف على آراء أفراد العينة حول أسلوب التمويل بالهامش بشكل تفصيلي فقد تم إيجـاد اختبار الإشارة لكل عبارة على حدة من العبارات التي تضمنها المجال الثاني وذلك كما يلي:

الجدول رقم (45)

نتيجة اختبار الإشارة لكل عبارة من عبارات المجال الثاني

م	عبارات المجال الثاني (أسلوب التمويل بالهامش)	نسبة الإشارات الموجبة	نسبة الإشارات السالبة	نسبة الأصفار (الحياد)	قيمة Z	مستوى المعنوية sig	قيمة الوسيط العام
1	ستزيد استثماراتي في سوق فلسطين للأوراق المالية، إذا ما منحت الفرصة في التعامل بأسلوب التمويل بالهامش.	%80.6	%5.8	%13.6	8.056-	0	4
2	أرغب في إتباع أسلوب التمويل بالهامش، للاستفادة من فرص زيادة نسبة الربحية، في حالة ارتفاع سعر السهم العادي.	%84.5	%5.8	%9.7	8.296-	0	4
3	يوجد قيود صارمة من قبل البنوك التجارية على القروض المقدمة بضمان الأسهم العادية المشتراه، مما يحد من حجم استثماراتي في سوق فلسطين للأوراق المالية.	%82.5	%7.8	%9.7	7.881-	0	4
4	قيام سوق فلسطين للأوراق المالية، بتنظيم دورات تدريبية حول استراتيجيات التمويل بالهامش، سيجعلني أقدم على إبرام صفقات بإتباع هذا الأسلوب.	%83.5	%2.9	%13.6	8.692-	0	4
5	إتباعي لأسلوب التمويل بالهامش، مرتبط بإصدار مجموعة من التنظيمات واللوائح المرنة التي تضبط هذا التعامل في مختلف الظروف الاقتصادية.	%85.5	%1.9	%12.6	8.960-	0	4

مستوى المعنوية الإحصائية حُسِبَ عند $\alpha = 0.01$

تم تحديد الإشارات على أساس (وسيط آراء أفراد العينة - وسيط مقياس الاستبانة (3))

يتبين من الجدول رقم (45) أن قيمة اختبار الإشارة (z) معنوية إحصائياً في كافة العبارات وهذا يعني أن هناك فروقاً معنوية إحصائياً بين وسيط آراء أفراد العينة على كل عبارة ووسيط المقياس المستخدم في استبانة الدراسة وهو الدرجة (3). كما أن وسيط آراء أفراد العينة في كافة العبارات بلغ (4) والتي تمثل درجة الموافقة حسب المقياس المستخدم في استبانة الدراسة. أي

أنه يمكن القول أن أفراد العينة يرون أن استثماراتهم وإقبالهم على التعامـل فـي سـوق فلـسطين للأوراق المالية سيزيد فيما لو منحوا فرصة التعامل بأسلوب التمويل بالهامش. ويتوقعون في هـذه الحالة زيادة نسبة الربحية التي سيحصلون عليها نتيجة صدق توقعاتهم بارتفاع أسعار الأسهم العادية محل الصفقة. ومن جانب آخر فهم يرون أن وجود قيود صارمة من قبل البنـوك التجاريـة علـى القروض المقدمة بضمان الأسهم العادية المشتراة، يحد من حجم استثماراتهم فـي سـوق فلـسطين للأوراق المالية، ولذلك فهم يرون أن تطبيق أسلوب التمويل بالهامش سيحد من هذه السلبيات.

وبالإضافة إلى ذلك فإن أفراد العينة يرون ضرورة قيام سوق فلسطين للأوراق الماليـة، بتنظيم دورات تدريبية حول استراتيجيات التمويل بالهامش، لأن ذلك سـيؤدي إلـى زيـادة إقبـال المستثمرين على إبرام الصفقات بإتباع هذا الأسلوب. وهذا يستلزم مـن وجهـة نظـرهم إصـدار مجموعة من التنظيمات واللوائح المرنة التي تضبط هذا التعامل في مختلف الظروف الاقتصادية.

3. اختبار الفرضية الرئيسية الثالثة والتي تنص على:

(في حالة السماح بإتباع أسلوب البيع على المكشوف في سوق فلسطين للأوراق المالية، فـإن ذلك سيؤدي إلى زيادة إقبال المستثمرين على توظيف أموالهم في سوق فلسطين للأوراق المالية).

وفيما يلي نتيجة الاختبار:

الجدول رقم (46)

نتيجة اختبار الإشارة للمجال الثالث الخاص بأسلوب البيع على المكشوف

المجال الثالث	نسبة الإشارات الموجبة	نسبة الإشارات السالبة	نسبة الأصفار (الحياد)	قيمة Z	مستوى المعنوية sig	الوسيط العام
أسلوب البيع على المكشوف	%76.7	%8.7	%14.6	-7.355	0	4

مستوى المعنوية الإحصائية حُسِبَ عند α = 0.01

تم تحديد الإشارات على أساس (وسيط آراء أفراد العينة - وسيط مقياس الاستبانة (3))

يتبين من الجدول رقم (46) أن قيمة اختبار الإشارة (z) معنوية إحصائياً عند مستوى دلالة (0.01) وهذا يعني أن هناك فروقاً معنوية إحصائياً بين وسيط إجابات أفراد العينة علـى عبـارات المجال الثالث، ووسيط المقياس المستخدم في استبانة الدراسة وهو الدرجة (3) ويعزز هذه النتيجـة أن الوسيط العام لآراء أفراد العينة بلغ (4) وهي تمثل درجة الموافقة حسب المقياس المستخدم في استبانة الدراسة. وبالتالي نستنتج من ذلك أن أفراد العينة موافقون بشكل عام على التعامل بأسـلوب البيع على المكشوف فيما لو تم تطبيقه من قبل سوق فلسطين للأوراق المالية.

وبناءً على ذلك نقبل الفرضية البحثية الثالثة والتي تنص على أنه في حالة السماح بإتباع أسلوب البيع على المكشوف في سوق فلسطين للأوراق المالية، فإن ذلك سيؤدي إلى زيادة إقبال المستثمرين على توظيف أموالهم في سوق فلسطين للأوراق المالية.

وللوقوف على آراء أفراد العينة حول أسلوب البيع على المكشوف بشكل تفصيلي فقـد تـم إيجاد اختبار الإشارة لكل عبارة على حدة من العبارات التي تضمنها المجال الثالث وذلك كما يلي:

الجدول رقم (47)

نتيجة اختبار الإشارة لكل عبارة من عبارات المجال الثالث

م	عبارات المجال الثالث (أسلوب البيع على المكشوف)	نسبة الإشارات الموجبة	نسبة الإشارات السالبة	نسبة الأصفار (الحياد)	قيمة Z	مستوى المعنوية sig	قيمة الوسيط العام
1	ستزيد استثماراتي في سوق فلسطين للأوراق المالية، إذا ما منحت الفرصة في التعامل بأسلوب البيع على المكشوف.	%78.6	%11.7	%9.7	7.051-	0	4
2	أرغب في إتباع أسلوب البيع على المكشوف، للاستفادة من فرص زيادة نسبة الربحية، في حالة انخفاض سعر السهم العادي.	%77.7	%10.7	%11.6	7.128-	0	4
3	أرغب في إتباع أسلوب البيع على المكشوف لكونه يمنحني فرصة تأجيل دفع الضريبة على الأرباح.	%69.9	%9.7	%20.4	6.736-	0	4
4	أرغب بإقراض أوراق مالية أملكها لأحد البائعين على المكشوف، لكون الأموال محل الصفقة ستكون مرهونة لي فأستثمرها مقابل الحصول على العائد.	%61.2	%17.5	%21.3	4.889-	0	4
5	أرغب بإقراض أوراق مالية أملكها لأحد البائعين على المكشوف، لكون التوزيعات النقدية للأسهم محل الصفقة سيدفعها لي البائع على المكشوف.	%61.2	%21.3	%17.5	4.339-	0	4
6	قيام سوق فلسطين للأوراق المالية، بتنظيم دورات تدريبية حول استراتيجيات البيع على المكشوف، سيجعلني أقدم على إبرام صفقات بإتباع هذا الأسلوب.	%81.6	%4.8	%13.6	8.268-	0	4
7	إتباعي لأسلوب البيع على المكشوف، مرتبط بإصدار مجموعة من التنظيمات واللوائح المرنة التي تضبط هذا التعامل في مختلف الظروف الاقتصادية.	%80.6	%2.9	%16.5	8.519-	0	5

مستوى المعنوية الإحصائية حُسِبَ عند $\alpha = 0.01$

تم تحديد الإشارات على أساس (وسيط آراء أفراد العينة - وسيط مقياس الاستبانة (3))

يتبين من الجدول رقم (47) أن قيمة اختبار الإشارة (z) معنوية إحصائياً في كافة العبارات وهذا يعني أن هناك فروقاً معنوية إحصائياً بين وسيط آراء أفراد العينة على كـل عبـارة ووسـيط المقياس المستخدم في استبانة الدراسة وهو الدرجة (3). كما أن وسيط آراء أفراد العينة فـي كافـة العبارات بلغ (4) والتي تمثل درجة الموافقة، باستثناء العبارة الأخيرة فقد كان وسـيط الآراء عليهـا (5) والتي تمثل موافق بشدة حسب المقياس المستخدم في استبانة الدراسة. أي أنه يمكـن القـول أن أفراد العينة يرون أن استثماراتهم وإقبالهم على التعامل في سوق فلسطين للأوراق المالية سيزيد فيما لو منحوا فرصة التعامل بأسلوب البيع على المكشوف. نظراً لأن هذا الأسلوب يحقق لهـم المزايـا التالية:

أ- زيادة نسبة الربحية التي سيحصلون عليها نتيجة صدق توقعاتهم بانخفاض أسعار الأسهم العاديـة محل الصفقة.

ب- تأجيل دفع الضرائب على الأرباح إلى سنة مالية أخرى.

والمستثمرين الذين يرغبون في تسوية صفقات البيع باتباع أسلوب البيع على المكـشوف لا يوجد عندهم مانع من إقراض أوراقهم المالية المملوكة لهم للبائعين على المكشوف من خلال شركة الوساطة المالية. لكون قيمة صفقة البيع على المكشوف ستكون في حوزتهم إلى حين قيام البائع على المكشوف برد الأوراق المالية التي سبق واقترضها، فتستثمر قيمة الصفقة في مجـالات اسـتثمارية تحقق عائد مجزي. وفي نفس الوقت إذا ما حان تاريخ استحقاق عوائد الأوراق الماليـة فـالمقرض سيحصل عليها من البائع على المكشوف ولن يخسرها.

وبالإضافة إلى ذلك فإن أفراد العينة يرون ضرورة قيام سوق فلسطين للأوراق المالية، بتنظيم دورات تدريبية حول استراتيجيات البيع على المكشوف، لأن ذلك سيؤدي إلى زيادة إقبال المستثمرين على إبرام صفقات بإتباع هذا الأسلوب. وهذا يستلزم من وجهة نظرهم إصدار مجموعة من التنظيمات واللوائح المرنة التي تضبط هذا التعامل في مختلف الظروف الاقتصادية.

4. اختبار الفرضية الرئيسية الرابعة والتي تنص على:

(في حالة إدراج الأوراق المالية المستحدثة في سوق فلسطين للأوراق المالية، فإن ذلك سيؤدي إلى زيادة إقبال المستثمرين على توظيف أموالهم في سوق فلسطين للأوراق المالية).

وفيما يلي نتيجة الاختبار:

الجدول رقم (48)
نتيجة اختبار الإشارة للمجال الرابع الخاص بإدراج الأوراق المالية المستحدثة

المجال الرابع	نسبة الإشارات الموجبة	نسبة الإشارات السالبة	نسبة الأصفار (الحياد)	قيمة Z	مستوى المعنوية sig	الوسيط العام
إدراج الأوراق المالية المستحدثة في سوق فلسطين للأوراق المالية.	%65	%16.5	%18.5	-5.346	0	4

مستوى المعنوية الإحصائية حُسِبَ عند α = 0.01
تم تحديد الإشارات على أساس (وسيط آراء أفراد العينة - وسيط مقياس الاستبانة (3))

يتبين من الجدول رقم (48) أن قيمة اختبار الإشارة (z) معنوية إحصائياً عند مستوى دلالة (0.01) وهذا يعني أن هناك فروقاً معنوية إحصائياً بين وسيط إجابات أفراد العينة على عبارات المجال الرابع، ووسيط المقياس المستخدم في استبانة الدراسة وهو الدرجة (3) ويعزز هذه النتيجة

أن الوسيط العام لآراء أفراد العينة بلغ (4) وهي تمثل درجة الموافقة حسب المقياس المستخدم في استبانة الدراسة. وبالتالي نستنتج من ذلك أن أفراد العينة موافقون بشكل عام على الاستثمار في الأوراق المالية المستحدثة المذكورة فيما لو تم طرحها في سوق فلسطين للأوراق المالية.

وبناءً على ذلك نقبل الفرضية البحثية الرابعة والتي تنص على أنه في حالة إدراج الأوراق المالية المستحدثة في سوق فلسطين للأوراق المالية، فإن ذلك سيؤدي إلى زيادة إقبال المستثمرين على توظيف أموالهم في سوق فلسطين للأوراق المالية .

وللوقوف على آراء أفراد العينة حول الاستثمار في الأوراق المالية المستحدثة بشكل تفصيلي فقد تم إيجاد اختبار الإشارة لكل عبارة على حدة من العبارات التي تضمنها المجال الرابع وذلك كما يلي:

الجدول رقم (49)

نتيجة اختبار الإشارة لكل عبارة من عبارات المجال الرابع

م	عبارات المجال الرابع (إدراج الأوراق المالية المستحدثة)	نسبة الإشارات الموجبة	نسبة الإشارات السالبة	نسبة الأصفار (الحياد)	قيمة Z	مستوى المعنوية sig	قيمة الوسيط العام
1	أرغب بالاستثمار في الأسهم الممتازة التي تمنحني الحق في الحصول على نسبة أرباح سنوية ثابتة.	%78.6	%9.7	%11.7	7.338-	0	4
2	أرغب بالاستثمار في الأسهم الممتازة القابلة للتحويل للأسهم العادية، للاستفادة من فرص نمو الشركة مستقبلاً بممارسة حق التحويل.	%75.7	%9.7	%14.6	7.142-	0	4
3	أرغب بالاستثمار في الأسهم الممتازة التي تمنحني الحق في شراء عدد ثابت من الأسهم العادية مستقبلاً وبسعر محدد (Warrants).	%68.9	%7.8	%23.3	6.976-	0	4
4	أرغب بالاستثمار في أسهم الشركات الأجنبية في حال إدراجها في سوق فلسطين للأوراق المالية.	%58.4	%14.6	%27	5.081-	0	4
5	أرغب بالاستثمار في شهادات الإيداع الصادرة عن البنوك الدولية مقابل الاحتفاظ بغطاء يقابلها من الأسهم المحلية، لكونها تمكني من بناء محفظة استثمارية دولية منخفضة المخاطر.	%45.6	%26.2	%28.2	2.209-	0.013	3
6	ارغب بالاستثمار في أسهم المؤشرات التي تعطي حاملها حق شائع على محفظة مماثلة لمكونات مؤشر القدس.	%53.4	%11.6	%35	5.131-	0	4
7	أرغب بالاستثمار في سندات الخزينة الحكومية طويلة الأجل ذات المخاطر المنخفضة.	%49.5	%32	%18.5	1.855-	0.032	3

تابع الجدول رقم (49)

نتيجة اختبار الإشارة لكل عبارة من عبارات المجال الرابع

م	عبارات المجال الرابع (إدراج الأوراق المالية المستحدثة)	نسبة الإشارات الموجبة	نسبة الإشارات السالبة	نسبة الأصفار (الحياد)	قيمة Z	مستوى المعنوية sig	قيمة الوسيط العام
8	تزيد ثقتي في سندات الخزينة الحكومية طويلة الأجل إذا ما كانت مضمونة.	%50.5	%26.2	%23.3	2.700-	0.003	4
9	أرغب بالاستثمار في السندات طويلة الأجل المضمونة الصادرة عن الشركات، ذات المخاطرة المنخفضة بالمقارنة بالأسهم العادية.	%51.5	%26.2	%22.3	2.795-	0.002	4
10	أرغب بالاستثمار في السندات القابلة للتحويل للأسهم العادية، للاستفادة من فرص نمو الشركة مستقبلاً بممارسة حق التحويل.	%60.2	%19.4	%20.4	4.528-	0	4
11	أرغب بالاستثمار في السندات التي تمنحني الحق في شراء عدد ثابت من الأسهم العادية مستقبلاً وبسعر محدد (Warrants).	%59.2	%22.3	%18.5	4.037-	0	4
12	أرغب بالاستثمار في السندات التي تصدر عن المؤسسات المالية والمضمونة بقروض الرهن العقاري ذات المخاطر المنخفضة.	%40.8	%31	%28.2	1.046-	0.147	3
13	أرغب بالاستثمار في السندات الأجنبية في حال إدراجها في سوق فلسطين للأوراق المالية.	%50.5	%29.1	%20.4	2.319-	0.01	4
14	أفضل ربط استثماري في السندات بوجود مؤسسة مالية تتولى مهمة تصنيف قوة الشركات الائتمانية.	%61.2	%19.4	%19.4	4.610-	0	4

تابع الجدول رقم (49)

نتيجة اختبار الإشارة لكل عبارة من عبارات المجال الرابع

م	عبارات المجال الرابع (إدراج الأوراق المالية المستحدثة)	نسبة الإشارات الموجبة	نسبة الإشارات السالبة	نسبة الأصفار (الحياد)	قيمة Z	مستوى المعنوية sig	قيمة الوسيط العام
15	استثمر في السندات في ظل وجود قـوانين حكومية تنظم إصدار الشركات للسندات.	%62.1	%17.5	%20.4	4.969-	0	4
16	قيام سوق فلسطين للأوراق المالية، بتنظيم دورات تدريبيـــة حـــول اســتراتيجيات الاستثمار في الأسهم الممتازة والـسندات، سيجعلني أقدم على التعامل فيها.	%75.7	%10.7	%13.6	6.996-	0	4

مستوى المعنوية الإحصائية حُسِبَ عند α = 0.05

تم تحديد الإشارات على أساس (وسيط آراء أفراد العينة - وسيط مقياس الاستبانة (3))

يتبين من الجدول رقم (49) أن قيمة اختبار الإشارة (z) معنوية إحصائياً في كافة العبارات باستثناء العبارة رقم (12)، وهذا يعني أن هناك فروقاً معنوية إحصائياً بين وسيط آراء أفراد العينة على كل عبارة ووسيط المقياس المستخدم في استبانة الدراسة وهو الدرجة (3). كما أن وسيط آراء أفراد العينة في كافة العبارات بلغ (4) والتي تمثل درجة الموافقة، باستثناء العبـارات (5، 7، 12) فقد كان وسيط الآراء عليها (3) والتي تمثل (محايد) حسب المقياس المستخدم في استبانة الدراسـة. أي أنه يمكن القول أن أفراد العينة سيستثمرون أموالهم في الأوراق المالية المستحدثة فيما لـو تـم طرحها في سوق فلسطين للأوراق المالية، وترتيب هذه الأوراق حسب الأولوية في الاستثمار كمـا يلي (من وجهة نظر أفراد العينة):

أ- الأسهم الممتازة.

ب- الأسهم الممتازة القابلة للتحويل.

ج- الأسهم الممتازة ذات صكوك الشراء.

د- السندات القابلة للتحويل.

ه- السندات ذات صكوك الشراء.

و- أسهم الشركات الأجنبية.

ز- أسهم المؤشرات.

ح- سندات الشركات المضمونة.

ط- السندات الأجنبية.

ي- سندات الخزينة الحكومية طويلة الأجل.

ك- شهادات الإيداع الصادرة عن البنوك الدولية.

وتوظيف أفراد العينة لأموالهم في السندات مرهون بعنصرين أثنين هما كالتالي:

أ- وجود مؤسسة مالية تتولى مهمة تصنيف قوة الشركات من الناحية الائتمانية.

ب- وجود قوانين حكومية تنظم إصدار الشركات للسندات.

أما بالنسبة للعبارة رقم (12) لم يكن هناك فرقاً معنوياً إحصائياً بين وسيط آراء أفراد العينة على هذه العبارة ووسيط المقياس المستخدم في استبانة الدراسة وهو الدرجة (3)، وهذا يعني وجود اختلاف في آراء أفراد العينة حول الاستثمار في السندات التي تصدر عن المؤسسات المالية والمضمونة بقروض الرهن العقاري ذات المخاطر المنخفضة، إذ بلغ عدد الموافقين على الاستثمار في هذه السندات 42 شخص، في حين لم يوافق على ذلك 32 شخص، أما عدد المحايدين فقد بلغ 29 شخص، وهذا يعكس مدى تشتت الآراء واختلافها حول الاستثمار في هذه السندات.

بالإضافة لما سبق فإن أفراد العينة يرون ضرورة قيام سوق فلـسطين لـلأوراق الماليـة، بتنظيم دورات تدريبية حول استراتيجيات الاستثمار في الأسهم الممتازة والسندات، إذ أن ذلك سيجعل المستثمرين يقدمون على التعامل فيها.

5. اختبار الفرضية الرئيسية الخامسة والتي تنص على:

(في حالة السماح بإبرام عقود المشتقات المالية في سوق فلسطين للأوراق المالية، فإن ذلـك سيؤدي إلى زيادة إقبال المستثمرين على توظيف أموالهم في سوق فلسطين للأوراق المالية).

وفيما يلي نتيجة الاختبار:

الجدول رقم (50)

نتيجة اختبار الإشارة للمجال الخامس الخاص بعقود المشتقات المالية

المجال الخامس	نسبة الإشارات الموجبة	نسبة الإشارات السالبة	نسبة الأصفار (الحياد)	قيمة Z	مستوى المعنوية sig	الوسيط العام
عقود المشتقات المالية	%59.2	%13.6	%27.2	-5.312	0	4

مستوى المعنوية الإحصائية حُسِبَ عند α = 0.01

تم تحديد الإشارات على أساس (وسيط آراء أفراد العينة - وسيط مقياس الاستبانة (3))

يتبين من الجدول رقم (50) أن قيمة اختبار الإشارة (z) معنوية إحصائياً عند مستوى دلالة (0.01) وهذا يعني أن هناك فروقاً معنوية إحصائياً بين وسيط إجابات أفراد العينة علـى عبـارات المجال الخامس، ووسيط المقياس المستخدم في استبانة الدراسة وهو الدرجة (3) ويعزز هذه النتيجة أن الوسيط العام لآراء أفراد العينة بلغ (4) وهي تمثل درجة الموافقة حسب المقياس المستخدم في

استبانة الدراسة. وبالتالي نستنتج من ذلك أن أفراد العينة موافقون بشكل عام على التعامـل بعقـود المشتقات المالية فيما لو تم طرحها في سوق فلسطين للأوراق المالية.

وبناءً على ذلك نقبل الفرضية البحثية الخامسة والتي تنص على أنه في حالـة الـسماح بإبرام عقود المشتقات المالية في سوق فلسطين للأوراق المالية، فإن ذلك سيؤدي إلى زيادة إقبال المستثمرين على توظيف أموالهم في سوق فلسطين للأوراق المالية.

وللوقوف على آراء أفراد العينة حول التعامل بعقود المشتقات المالية بشكل تفصيلي فقد تـم إيجاد اختبار الإشارة لكل عبارة على حدة من العبارات التي تضمنها المجال الخامس وذلـك كمـا يلي:

الجدول رقم (51)

نتيجة اختبار الإشارة لكل عبارة من عبارات المجال الخامس

م	عبارات المجال الخامس (عقود المشتقات المالية)	نسبة الإشارات الموجبة	نسبة الإشارات السالبة	نسبة الأصفار (الحياد)	قيمة Z	مستوى المعنوية sig	قيمة الوسيط العام
1	أرغب بإبرام عقد مستقبلي، والذي يعني قيامي بالاتفاق مع أحد المستثمرين على شراء أو بيع سهم عادي في تاريخ لاحق وبسعر تنفيذ معين على أن يكون العقد ملزماً للطرفين، مقابل قيام مشترى وبائع العقد بدفع نسبة ضـئيلة مـن قيمة الصفقة تتراوح ما بين (10%-15%).	%52.4	%15.6	%32	4.422-	0	4
2	أرغب بإبرام عقد خيار والذي يعنـي قيـامي بالاتفاق مع أحد المستثمرين على شراء أو بيع سهم عادي في تاريخ لاحـق وبـسعر تنفيـذ معين، مقابل قيامي بدفع مبلغ ضـئيل لبـائع الخيار نظير الحصول على حق عدم الالتزام بالتنفيذ.	%51.4	%13.6	%35	4.642-	0	4
3	قيام سوق فلسطين للأوراق الماليـة، بتنظـيم دورات تدريبية حول استراتيجيات الاسـتثمار في عقود المشتقات المالية، سيجعلني أقدم على التعامل فيها.	%73.8	%2.9	%23.3	8.101-	0	4

مستوى المعنوية الإحصائية حُسِبَ عند $\alpha = 0.01$

تم تحديد الإشارات على أساس (وسيط آراء أفراد العينة - وسيط مقياس الاستبانة (3))

يتبين من الجدول رقم (51) أن قيمة اختبار الإشارة (z) معنوية إحصائياً في كافة العبارات وهذا يعني أن هناك فروقاً معنوية إحصائياً بين وسيط آراء أفراد العينة على كل عبـارة ووسـيط المقياس المستخدم في استبانة الدراسة وهو الدرجة (3). كما أن وسيط آراء أفراد العينة في كافـة العبارات بلغ (4) والتي تمثل درجة الموافقة حسب المقياس المستخدم في استبانة الدراسة. أي أنـه

يمكن القول أن أفراد العينة يرغبون في الاستثمار في عقود المشتقات المالية فيما لو تم التعامل فيها في سوق فلسطين للأوراق المالية، وهذه المشتقات هي:

أ- العقد المستقبلي والذي يعني قيام المستثمر بالاتفاق مع أحد المستثمرين على شراء أو بيع سهم عادي في تاريخ لاحق وبسعر تنفيذ معين على أن يكون العقد ملزماً للطرفين، مقابل قيام مشترى وبائع العقد بدفع نسبة ضئيلة من قيمة الصفقة تتراوح ما بين (10%-15%).

ب- عقد الخيار والذي يعني قيام المستثمر (مشتري الخيار) بالاتفاق مع أحد المستثمرين على شراء أو بيع سهم عادي في تاريخ لاحق وبسعر تنفيذ معين، مقابل قيامه بدفع مبلغ ضئيل لبائع الخيار (مكافأة الخيار) نظير الحصول على حق عدم الالتزام بالتنفيذ.

وبالإضافة لما سبق فإن أفراد العينة يرون ضرورة قيام سوق فلسطين للأوراق المالية، بتنظيم دورات تدريبية حول استراتيجيات الاستثمار في عقود المشتقات المالية، لأن ذلك سيجعل المستثمرين يقدمون على التعامل فيها.

6. **اختبار الفرضية الرئيسية السادسة والتي تنص على أنه:**

(في حالة تأسيس صناديق الاستثمار في مناطق السلطة الوطنية الفلسطينية، فإن ذلك سـيؤدي إلى زيادة إقبال المستثمرين على توظيف أموالهم في سوق فلسطين للأوراق المالية).

وفيما يلي نتيجة الاختبار:

الجدول رقم (52)

نتيجة اختبار الإشارة للمجال السادس الخاص بصناديق الاستثمار

المجال السادس	نسبة الإشارات الموجبة	نسبة الإشارات السالبة	نسبة الأصفار (الحياد)	قيمة Z	مستوى المعنوية sig	الوسيط العام
صناديق الاستثمار	%85.4	%3.9	%10.7	8.653-	0	4

مستوى المعنوية الإحصائية حُسِبَ عند α = 0.01

تم تحديد الإشارات على أساس (وسيط آراء أفراد العينة - وسيط مقياس الاستبانة (3))

يتبين من الجدول رقم (52) أن قيمة اختبار الإشارة (z) معنوية إحصائياً عند مستوى دلالة (0.01) وهذا يعني أن هناك فروقاً معنوية إحصائياً بين وسيط إجابات أفراد العينة علـى عبـارات المجال السادس، ووسيط المقياس المستخدم في استبانة الدراسة وهو الدرجة (3) ويعزز هذه النتيجة أن الوسيط العام لآراء أفراد العينة بلغ (4) وهي تمثل درجة الموافقة حسب المقياس المستخدم في استبانة الدراسة. وبالتالي نستنتج من ذلك أن أفراد العينة موافقون بشكل عام على الاسـتثمار فـي صناديق الاستثمار فيما لو تم تأسيسها في مناطق السلطة الوطنية الفلسطينية.

وبناءً على ذلك نقبل الفرضية البحثية السادسة والتي تنص على انه في حالـة تأسـيس صناديق الاستثمار في مناطق السلطة الوطنية الفلسطينية، فإن ذلك سيؤدي إلـى زيـادة إقبـال المستثمرين على توظيف أموالهم في سوق فلسطين للأوراق المالية.

وللوقوف على آراء أفراد العينة حول الاستثمار في صناديق الاستثمار بشكل تفصيلي فقد تم إيجاد اختبار الإشارة لكل عبارة على حدة من العبارات التي تضمنها المجال السادس وذلك كما يلي:

الجدول رقم (53)

نتيجة اختبار الإشارة لكل عبارة من عبارات المجال السادس

م	عبارات المجال السادس (صناديق الاستثمار)	عدد الإشارات الموجبة	عدد الإشارات السالبة	عدد الأصفار (الحياد)	قيمة Z	مستوى المعنوية sig	قيمة الوسيط العام
1	أرغب بالاستثمار في وثائق الاستثمار المغلقة نظرا لكونها قابلة للتداول في البورصة.	%75.7	%9.7	%14.6	7.142-	0	4
2	أرغب بالاستثمار في وثائق الاستثمار المفتوحة، لكون مجلس إدارة الصندوق على استعداد تام لشراء الوثائق حسب قيمة الأصل الصافية للسهم.	%75.7	%5.9	%18.4	7.747-	0	4
3	قيام سوق فلسطين للأوراق المالية، بتنظيم دورات تدريبية حول استراتيجيات الاستثمار في صناديق الاستثمار، سيجعلني أقدم على التعامل فيها.	%90.3	%2.9	%6.8	9.084-	0	4
4	توظيف أموالي في وثائق الاستثمار، مرتبط بإصدار مجموعة من القوانين والتشريعات التي تحكم إدارة صناديق الاستثمار.	%85.4	%2.9	%11.7	8.806-	0	4

مستوى المعنوية الإحصائية حُسِبَ عند $\alpha = 0.01$

تم تحديد الإشارات على أساس (وسيط آراء أفراد العينة - وسيط مقياس الاستبانة (3))

يتبين من الجدول رقم (53) أن قيمة اختبار الإشارة (z) معنوية إحصائياً في كافة العبارات وهذا يعني أن هناك فروقاً معنوية إحصائياً بين وسيط آراء أفراد العينة على كل عبارة ووسيط المقياس المستخدم في استبانة الدراسة وهو الدرجة (3). كما أن وسيط آراء أفراد العينة في كافة العبارات بلغ (4) والتي تمثل درجة الموافقة حسب المقياس المستخدم في استبانة الدراسة. أي أنه

يمكن القول أن أفراد العينة يرغبون في توظيف أموالهم في وثائق الاستثمار الصادرة عن شـركات الاستثمار، وترتيب هذه الوثائق حسب الأولوية في الاستثمار كما يلي:

أ- وثائق الاستثمار المفتوحة والتي تصدر عن شركات الاستثمار ذات النهاية المفتوحة وتكون غيـر قابلة للتداول في البورصة، حيث يكون مجلس إدارة الصندوق على أتم استعداد لشراء الوثيقة في أي وقت من المستثمر.

ب- وثائق الاستثمار المغلقة والتي تصدر عن شركات الاستثمار ذات النهاية المغلقة وتكـون قابلـة للتداول في البورصة بناءً على قانون الطلب والعرض.

ويرى أفراد العينة أن توظيف أموالهم في وثائق الاستثمار، مرتبط بإصدار مجموعـة مـن القوانين والتشريعات التي تحكم إدارة صناديق الاستثمار. كما أنهم يـرون ضـرورة قيـام سـوق فلسطين للأوراق المالية، بتنظيم دورات تدريبية حـول اسـتراتيجيات الاسـتثمار فـي صـناديق الاستثمار، لأن ذلك سيجعلهم يقدمون على التعامل فيها.

9-4 التصور المقترح:

في نهاية اختبار الفرضيات تم التوصل وبناءً على توجهات المـستثمرين المـستقبلية إلـى تصور مقترح يتضمن بعض منتجات الهندسة المالية المرغوب في إدراجها فـي سـوق فلـسطين للأوراق المالية، حيث رتبت حسب الأولوية في الإدراج وبالاعتماد على نسب الموافقة كالتالي:

الجدول رقم (54)

التصور المقترح لإدراج بعض منتجات الهندسة المالية

م	منتجات الهندسة المالية	نسبة الموافقين
1.	أسلوب التمويل بالهامش.	%83.5
2.	الأسهم الممتازة.	%78.6
3.	أسلوب البيع على المكشوف.	%76.7
4.	صناديق الاستثمار المفتوحة	%75.7
5.	صناديق الاستثمار المغلقة	%75.7
5.	الأسهم الممتازة القابلة للتحويل.	%75.7
6.	الأسهم الممتازة ذات صكوك الشراء.	%68.9
7.	السندات القابلة للتحويل.	%60.2
8.	السندات ذات صكوك الشراء.	%59.2
9.	أسهم الشركات الأجنبية.	%58.4
10.	أسهم المؤشرات.	%53.4

تابع الجدول رقم (54)

التصور المقترح لإدراج بعض منتجات الهندسة المالية

م	منتجات الهندسة المالية	نسبة الموافقين
11.	العقود المستقبلية.	%52.4
12.	سندات الشركات المضمونة.	%51.5
13.	عقود الخيارات.	%51.4
14.	السندات الأجنبية.	%50.5
15.	سندات الخزينة الحكومية.	%49.5
16.	شهادات الإيداع.	%45.6

يتضح من الجدول رقم (54) أن أسلوب التمويل بالهامش يحظى بالمرتبة الأولـي ضـمن أولوية الإدراج حسب رأي المستثمرين محل الدراسة فنسبة الموافقين على سماح سـوق فلـسطين للأوراق المالية بتطبيق هذا الأسلوب تبلغ 83.5% من المجموع الكلي للمستثمرين، بينما تأتي فـي المرتبة الثانية الأسهم الممتازة فنسبة الموافقين على إدراجها تبلغ 78.6%، ويأتي في المرتبة الثالثة أسلوب البيع على المكشوف فنسبة الموافقين على سماح سوق فلسطين للأوراق المالية بتطبيق هـذا الأسلوب تبلغ 76.7%، ويأتي في المرتبة الرابعة صناديق الاستثمار المفتوحة فنسبة الموافقين على تأسيس هذه الصناديق تبلغ 75.7% بينما نسبة المعارضين تبلغ 5.9%، ويأتي في المرتبة الخامـسة صناديق الاستثمار المغلقة فنسبة الموافقين على تأسيس هذه الصناديق تبلـغ 75.7% بينمـا نـسبة المعارضين تبلغ 9.7%، ويأتي في هذه المرتبة أيضاً الأسهم الممتازة القابلة للتحويل فنسبة الموافقين على إدراج هذه الأسهم تبلغ 75.7% بينما نسبة المعارضين تبلغ 9.7%، ويأتي في المرتبة السادسة

الأسهم الممتازة ذات صكوك الشراء فنسبة الموافقين على إدراجها تبلغ 68.9%، ويأتي في المرتبة السابعة السندات القابلة للتحويل فنسبة الموافقين على إدراجها تبلغ 60.2%، ويـأتي فـي المرتبـة الثامنة السندات ذات صكوك الشراء فنسبة الموافقين على إدراجها تبلغ 59.2%، ويأتي في المرتبـة التاسعة أسهم الشركات الأجنبية فنسبة الموافقين على إدراجها تبلغ 58.4%، ويـأتي فـي المرتبـة العاشرة أسهم المؤشرات فنسبة الموافقين على إدراجها تبلغ 53.4%، ويأتي في المرتبـة الحاديـة عشر العقود المستقبلية فنسبة الموافقين على إدراجها تبلغ 52.4%، ويأتي في المرتبة الثانية عـشر سندات الشركات المضمونة فنسبة الموافقين على إدراجها تبلغ 51.5%، ويأتي في المرتبـة الثالثـة عشر عقود الخيارات فنسبة الموافقين على إدراجها تبلغ 51.4%، ويأتي في المرتبة الرابعة عـشر السندات الأجنبية فنسبة الموافقين على إدراجها تبلغ 50.5%، ويأتي في المرتبـة الخامـسة عـشر سندات الخزينة الحكومية فنسبة الموافقين على إدراجها تبلغ 49.5%، بينما في المرتبـة الـسادسة عشر والأخيرة تأتي شهادات الإيداع فنسبة الموافقين على إدراجها تبلغ 45.6%.

الفصل الرابع

النتائج والتوصيات

النتائج والتوصيات

1-5 النتائج:

قام الباحث بإجراء دراسة ميدانية الهدف منها التعرف على وجهة نظر المستثمرين بخصوص الآثار المترتبة على اقتصار التعامل في سوق فلسطين للأوراق المالية على الأسهم العادية، ومدى تقبلهم لقيام سوق فلسطين للأوراق المالية بتطبيق بعض أساليب تسوية الصفقات المستحدثة وإدراجها لبعض منتجات الهندسة المالية تحقيقاً لميزة التنويع الاستثماري، وتم تدعيم نتائج الدراسة الميدانية بالتحليل الكمي المقارن بين بعض مؤشرات الأسواق المالية في سوق فلسطين للأوراق المالية وعينة من البورصات الناشئة، ولقد توصلت الدراسة إلى مجموعة من النتائج صنفت كما يلي:

1.1.5 بالنسبة لسوق فلسطين للأوراق المالية:

1. حقق سوق فلسطين للأوراق المالية نسبة نمو كبيرة خلال الفترة الممتدة من (2000-2005) إذا ما قورنت بالنسب المتحققة خلال الفترة الممتدة من (1997-2000)، وهذا ظهر في مؤشرات (رسملة البورصة، وقيمة الأسهم المتداولة، ومعدل الدوران، ونسبة التركيز، ومؤشر الأسهم).
2. كان أداء سوق فلسطين للأوراق المالية متفوق على أداء بعض البورصات الناشئة محل المقارنة، في معظم مؤشرات بورصة الأسهم.
3. تعزى نسب النمو المتحققة في سوق فلسطين للأوراق المالية وبالأخص في مؤشرات (رسملة البورصة، وحجم التداول، وقيمة الأسهم المتداولة، ونسبة التركيز) لشركة فلسطين للتنمية

والاستثمار (باديكو) وشركة الاتصالات الفلسطينية، وهذا ترتب عليه انخفاض التعامل على أسهم الشركات الأخرى.

4. حققت معظم البورصات الناشئة محل المقارنة نسب نمو مرتفعة في الأوراق المالية الأخـرى بخلاف الأسهم وصناديق الاستثمار وهي: (السندات، وعقود خيارات الأسهم، وعقـود خيـارات المؤشرات، وعقود مستقبليات الأسهم، وعقود مستقبليات المؤشرات، ومؤشرات الأسهم، والأوراق المالية ذات صكوك الشراء).

5. الآثار الناجمة عن اقتصار التعامل في سوق فلسطين للأوراق المالية على الأسـهم العاديـة، والتي أدت إلى انخفاض إقبال المستثمرين على توظيف أموالهم في السوق، هي كما يلي:

أ. عدم تدفق أوامر البيع والشراء بصفة متكررة خلال جلسات التداول.

ب. حدوث تقلبات حادة في أسعار الأوراق المالية المدرجة في السوق.

ج. انخفاض عدد أوامر البيع والشراء خلال جلسات التداول.

د. حجب جزء من الأموال عن الاستثمار في السوق بسبب غياب التنويع فـي الأوراق الماليـة المدرجة.

ه. حدوث ارتفاع في درجة تركز التداول على أسهم بعض الشركات في السوق.

6. هناك حاجة لقيام سوق فلسطين للأوراق المالية بتطوير الأساليب ذات العلاقة بتسوية صفقات الشراء (أسلوب التمويل بالهامش)، حيث أنه سيترتب على ذلك زيادة فـي عـدد أوامـر البيـع والشراء، وتدفقها باستمرار خلال جلسات التداول، وتحقيق ارتفاع في حجم الـصفقات المبرمـة، وتخفيض درجة تركز التداول على أسهم بعض الشركات، والتخفيف من حدة التقلبات السعرية.

7. إقبال المستثمرين على إبرام صفقات الشراء بإتباع أسلوب التمويل بالهامش مرهون بإصدار سوق فلسطين للأوراق المالية لمجموعة من التنظيمات واللوائح المرنة التي تضبط هذا التعامل في مختلف الظروف الاقتصادية.

8. هناك حاجة لقيام سوق فلسطين للأوراق المالية بتطوير الأساليب ذات العلاقة بتسوية صفقات البيع (أسلوب البيع على المكشوف)، حيث أنه سيترتب على ذلك زيادة في عدد أوامر البيع والشراء، وتدفقها باستمرار خلال جلسات التداول، وتحقيق ارتفاع في حجم الصفقات المبرمة، وتخفيض درجة تركز التداول على أسهم بعض الشركات، والتخفيف من حدة التقلبات السعرية.

9. إقبال المستثمرين على إبرام صفقات البيع بإتباع أسلوب البيع على المكشوف مرهون بإصدار سوق فلسطين للأوراق المالية لمجموعة من التنظيمات واللوائح المرنة التي تضبط هذا التعامل في مختلف الظروف الاقتصادية.

10. هناك حاجة لقيام سوق فلسطين للأوراق المالية بإدراج بعض الأوراق المالية المستحدثة التي تحقق التنويع الاستثماري، وتساهم في الحد من السمات السلبية الناجمة عن اقتصار التعامل في السوق على الأسهم العادية، وترتيب هذه الأوراق حسب الأولوية في الإدراج كما يلي:

أ. الأسهم الممتازة.

ب. الأسهم الممتازة القابلة للتحويل.

ج. الأسهم الممتازة ذات صكوك الشراء.

د. السندات القابلة للتحويل.

ه. السندات ذات صكوك الشراء.

و. أسهم الشركات الأجنبية.

ز. أسهم المؤشرات.

ح. سندات الشركات المضمونة.

ط. السندات الأجنبية.

ي. سندات الخزينة الحكومية طويلة الأجل.

ك. شهادات الإيداع الصادرة عن البنوك الدولية.

11. في الوقت الحالي لا داعي لقيام سوق فلسطين للأوراق المالية بالبحث في فكرة إدراج السندات المضمونة بقروض الرهن العقاري، لكون أراء العينة محل الدراسة اتسمت بالتشتت.

12. هناك حاجة لقيام سوق فلسطين للأوراق المالية بالسماح بإبرام عقود المشتقات المالية، التي تحقق التنويع الاستثماري، وتساهم في الحد من السمات السلبية الناجمة عن اقتصار التعامل في السوق على الأسهم العادية، وترتيب هذه العقود حسب الأولوية في الإدراج كما يلي:

أ. عقود المستقبليات.

ب. عقود الخيارات.

13. هناك حاجة لقيام سوق فلسطين للأوراق المالية بإدراج وثائق الاستثمار الصادرة عن صناديق الاستثمار ذات النهاية المغلقة، لكونها تحقق التنويع الاستثماري، وتساهم في الحد من السمات السلبية الناجمة عن اقتصار التعامل في السوق على الأسهم العادية.

14. من الضروري أن تؤخذ سوق فلسطين للأوراق المالية عند قيامها بالبحث في فكرة إدراج بعض الأوراق المالية إلى جانب الأسهم العادية، بالتصور المقترح التي توصلت له هذه الدراسة والذي يرتب المنتجات المالية حسب الأولوية في الإدراج كما يلي:

أ. أسلوب التمويل بالهامش.

ب. الأسهم الممتازة.

ج. أسلوب البيع على المكشوف.

د. صناديق الاستثمار المفتوحة.

ه. صناديق الاستثمار المغلقة.

د- الأسهم الممتازة القابلة للتحويل.

ه- الأسهم الممتازة ذات صكوك الشراء.

و- السندات القابلة للتحويل.

ز- السندات ذات صكوك الشراء.

ح- أسهم الشركات الأجنبية.

ط- أسهم المؤشرات.

ي- العقود المستقبلية.

ك- سندات الشركات المضمونة.

ل- عقود الخيارات.

م- السندات الأجنبية.

ن- سندات الخزينة الحكومية.

س- شهادات الإيداع.

2.1.5 بالنسبة للمستثمرين:

1. المستثمرين يرغبون في تطبيق أسلوب التمويل بالهامش بسوق فلسطين للأوراق المالية، لكون ذلك سيترتب عليه زيادة نسبة الربحية التي سيحصلون عليها نتيجة صدق توقعاتهم بارتفاع أسعار الأسهم العادية محل الصفقة.

2. هناك حاجة لتطوير الأساليب ذات العلاقة بتسوية صفقات الشراء في سوق فلسطين للأوراق المالية، لوجود قيود صارمة من قبل البنوك التجارية على القروض المقدمة بضمان الأسهم العادية المشتراة وهذا يحجب عن المستثمر ميزة الاستفادة من مفهوم الرفع المالي.

3. المستثمرين يرغبون في تطبيق أسلوب البيع على المكشوف بسوق فلسطين للأوراق الماليـة، لكون ذلك سيحقق لهم ميزة زيادة نسبة الربحية التي سيحصلون عليها نتيجـة صـدق توقعـاتهم بانخفاض أسعار الأسهم العادية محل الصفقة، وميزة تأجيل دفع الضرائب على الأرباح إلى سنة مالية أخرى.

4. المستثمرين لا يوجد عندهم مانع من القيام بإقراض أوراقهم المالية المملوكة لهم للبائعين على المكشوف. لكونهم سيستثمرون قيمة صفقة البيع على المكشوف في مجالات اسـتثمارية تحقـق عوائد مجزية، وفي نفس الوقت سيحصلون على قيمة عوائد الأوراق المالية المقرضة إذا ما حان تاريخ استحقاقها من البائع على المكشوف.

5. المستثمرين يرغبون في توظيف أموالهم في أوراق مالية ذات سمات متباينة بخلاف الأسـهم العادية المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية، وهـي: (الأسـهم الممتـازة ومـستحدثاتها، والسندات ومستحدثاتها، وعقود المشتقات المالية "المستقبليات والخيارات"، وصـناديق الاسـتثمار ذات النهاية المفتوحة وذات النهاية المغلقة).

6. المستثمرين لا يرغبون في توظيف أموالهم في السندات التي تصدر عن المؤسسات المالية والمضمونة بقروض الرهن العقاري.

7. المستثمرين يرغبون في حالة قيام سوق فلسطين للأوراق المالية بإدراج منتجات الهندسة المالية، بالالتحاق بدورات تدريبية متخصصة في المجالات التالية:

أ. استراتيجيات التمويل بالهامش.

ب. استراتيجيات البيع على المكشوف.

ج. استراتيجيات الاستثمار في الأسهم الممتازة والسندات.

د. استراتيجيات الاستثمار في عقود المشتقات المالية.

ه. استراتيجيات توظيف الأموال في صناديق الاستثمار.

3.1.5 بالنسبة لهيئة سوق رأس المال الفلسطينية:

1. ضرورة قيام هيئة سوق رأس المال الفلسطينية باعتماد مؤسسة مالية تتولى مهمة تصنيف قوة الشركات المُصدرة للسندات من الناحية الائتمانية، وذلك قبل التصريح لأي شركة مساهمة عامة بإصدار السندات.

2. يجب على هيئة سوق رأس المال الفلسطينية بالتعاون مع الهيئات والمؤسسات ذات الاختصاص، القيام بسن قوانين حكومية تنظم إصدار الشركات المساهمة العامة للسندات.

3. لابد أن تشرف هيئة سوق رأس المال الفلسطينية بالتعاون مع الهيئات والمؤسسات ذات الاختصاص، على إصدار مجموعة من القوانين والتشريعات التي تحكم إدارة صناديق الاستثمار.

2-5 التوصيات:

بناءً على ما توصلت إليه الدراسة من نتائج فهناك مجموعة من التوصيات التي يأمل الباحث بأن تؤخذ بمحمل الجد من قبل المسئولين وصناع القرار سواء أكانوا في هيئة سوق رأس المال الفلسطينية أو في سوق فلسطين للأوراق المالية أو في الجهات الأخرى ذات الاختصاص. لكون كل بحث علمي هدفه النهائي توفير الحلول المناسبة لمشكلة معينة، وتوصيف الخطوات الإجرائية التي توضح سبل العلاج وكيفية الحد من السمات والظواهر السلبية. وقد كانت التوصيات كالتالي:

1.2.5 بالنسبة لسوق فلسطين للأوراق المالية:

1. حث مجلس إدارة سوق فلسطين للأوراق المالية على تبني رغبات المستثمرين، والمتمثلة بتطبيق أساليب مستحدثة في تسوية الصفقات (أسلوب التمويل بالهامش، وأسلوب البيع على المكشوف)، مع الحرص على ضرورة أن يكون التطبيق منسجم مع الظروف الاقتصادية.
2. قيام سوق فلسطين للأوراق المالية بتقديم تسهيلات جوهرية بخصوص السماح للحكومات والشركات الأجنبية بإدراج أوراقها المالية في سوق فلسطين للأوراق المالية، "حيث أن نسبة استثمار الشركات المحلية في السوق تبلغ 21.5%، بينما نسبة استثمار الشركات الأجنبية في السوق تبلغ 25.6% (سوق فلسطين للأوراق المالية، 2006-ب)"، وهذا يعني عزوف الشركات المحلية عن ضخ المزيد من أموالها في السوق المحلي وتوجيه هذه الأموال للبورصات العربية والقارية والعالمية، بالإضافة إلى كون ذلك يتوافق مع رغبات المستثمرين الراغبين في توظيف أموالهم بأوراق مالية أخرى بخلاف الأسهم العادية.

3. قيام مجلس إدارة سوق فلسطين للأوراق المالية بمراجعة المادة رقم (2) من نظام الإدراج والتي تنص في أحد فقراتها على إمكانية السماح بإبرام عقود المشتقات المالية (المستقبليات والخيارات) في المستقبل، لكون ذلك يتوافق مع أراء المستثمرين محل الدراسة فهذه الأوراق المالية المشتقة تحقق لأطراف التعامل عدة مزايا ومنها السوق، حيث سيترتب على ذلك المساهمة في الحد من السمات السلبية المترتبة على اقتصار التعامل في سوق فلسطين للأوراق المالية على الأسهم العادية وغياب منتجات الهندسة المالية.

4. ضرورة مواكبة سوق فلسطين للأوراق المالية للتطورات الحاصلة في البورصات الناشئة والمتقدمة سواء من الناحية التنظيمية أو الفنية، لما لذلك من أثر في تحسين كفاءة سوق فلسطين للأوراق المالية وجعلها تحصل على (عضوية كاملة) في اتحاد البورصات العالمية بدلاً من (عضو منتسب)، حيث تعد عضوية الاتحاد الكاملة مؤشراً هاماً للعديد من بيوت المال والمؤسسات الاستثمارية العالمية على المناخ الاستثماري لأسواق الأعضاء، ولما تعكسه من التزام من قبل البورصات الأعضاء بالمعايير العالمية المتعارف عليها بين المؤسسات المالية والمتعاملين والجهات التنظيمية في الأسواق المختلفة، والتي من أهمها تفعيل دور البورصة في مجال جذب الاستثمارات وتوجيهها نحو القطاعات الاقتصادية الناجحة، من خلال توفير مجموعة متنوعة من المنتجات المالية التي تتناسب مع رغبات واحتياجات المستثمرين، فهذا يمثل أحد أهم المرتكزات والمقومات التي تقوم على أساسها البورصة.

2.2.5 بالنسبة للمستثمرين:

1. حث المستثمرين بصفة عامة والمضاربين بصفة خاصة، على الالتحاق بالدورات التدريبية التي تعقدها سوق فلسطين للأوراق المالية والجهات الأخرى كالجامعات والمعاهد، لكون ذلك

يساهم بشكل فعال في تنمية قدرات وخبرات هذه الفئات التي تؤثر وتتأثر بأداء سـوق فلـسطين للأوراق المالية.

2. ضرورة قيام المستثمرين في الشركات المساهمة العامة المدرجة بسوق فلـسطين لـلأوراق المالية، بتكوين جمعية أو نادي لهم يمثلهم أمام الجهات المكونة لسوق رأس المال الفلسطيني، بغية الحفاظ على حقوقهم وعكس احتياجاتهم من الأدوات المالية.

3.2.5 بالنسبة للشركات المساهمة العامة:

1. يجب على مجالس إدارة الشركات المساهمة العامة تفعيل الاهتمام بإستراتيجية ومفهوم التنويع في هيكل رأس المال، والذي يهدف إلى قيام هذه الشركات بإجراء دراسـات مستفيـضة حـول أسلوب التمويل المناسب، بحيث يتم مراعاة مصالح الشركة ورغبات واحتياجات المستثمرين الذين يطمحون إلى توظيف أموالهم في توليفات متنوعة من الأوراق المالية تحقق لهم الموازنة المنشودة بين العائد والمخاطرة والسيولة، فالمغالاة في التمويل من خلال إصدار الأسهم العادية يكبد هـذه الشركات تكاليف باهظة. وإذا تم التركيز على موضوع التنويع في هيكل رأس المـال فـسيكون لنتائجه انعكاسات إيجابية على جميع أطراف التعامل في سوق رأس المال الفلـسطيني، فـسوق فلسطين للأوراق المالية والشركات المساهمة العامة والمستثمرين بمثابة العمـود الفقـري التـي ترتكز عليه عملية التنمية الاقتصادية.

2. تطوير الهيكل التنظيمي للشركات المساهمة العامة بحيث يتضمن إدارة مهنية متخصصة يناط بها مهمة إدارة المخاطر، باستخدام أحدث ما توصل له علم التمويل والاستثمار من اسـتراتجيات في هذا المجال وعلى رأسها صناعة الهندسة المالية، فهذه الإدارة أحد أهم الفروع الحديثـة فـي علوم الإدارة ويتعلق بها الآتي (رضوان، 2005، ص207-208):

أ. المحافظة على الأصول الموجودة لحماية مصالح المساهمين والمقرضين والأطراف الأخـرى ذات العلاقة.

ب. إحكام الرقابة والسيطرة على المخاطرة في الأنشطة أو الأعمال التي تـرتبط أصـولها بهـا كالقروض والسندات وغيرها من أدوات الاستثمار.

ج. تحديد العلاج النوعي لكل نوع من أنواع المخاطرة وعلى جميـع مـستوياتها، وتقيـيم إدارة الشركة والعمليات التي تقوم بها يومياً.

د. العمل على الحد من الخسائر وتقليلها إلى أدنى حد ممكن وتأمينها من خلال الرقابة الفورية أو من خلال تحويلها إلى جهات خارجية إذا ما انتهت إلى ذلك إدارة الشركة، ومدير إدارة المخاطر.

ه. تحديد التصرفات والإجراءات التي يتعين القيام بها فيما يتعلق بمخاطر معينة للرقابـة علـى الأحداث والسيطرة على الخسائر.

و. المسئولية الكاملة عن شراء التأمين للإبقاء على المخاطر عند المستوى الذي حددته الإدارة في البند رقم (ج) وذلك بعد تنفيذ التصرفات المشار إليها في البند رقم (ه).

ز. إعداد الدراسات قبل الخسائر أو بعد حدوثها وذلك بغرض منع أو تقليل الخسائر المحتملة، مع محاولة تحديد أية مخاطرة يتعين السيطرة عليها واستخدام الأدوات التي تؤدي إلى دفع حـدوثها، أو تكرار مثل هذه المخاطرة.

ح. حماية صورة الشركة بتوفير الثقة المناسبة لدى المستثمرين والمقرضين، وذلك مـن خـلال حماية قدرتها الدائمة على توليد الأرباح رغم أية خسائر عارضة والتي قد تـؤدي إلـى تقلـيص الأرباح أو عدم تحققها.

3. حث الشركات المساهمة العامة على الاستفادة من مزايا الإدراج في سوق فلسطين للأوراق المالية، لما لذلك من أثر في زيادة عمق واتساع السوق وتوفير ميزة التنويع الاستثماري.

4. ضرورة قيام الشركات المساهمة العامة المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية، بتفعيل خططها واستراتجياتها الإنتاجية والتسويقية والمالية، بما يتناسب مع طبيعة البيئة الاستثمارية السائدة في مناطق السلطة الوطنية الفلسطينية، فيترتب على ذلك تحسين أداء هذه الشركات وزيادة ثروة المساهمين ورفع القيمة السوقية لأسهمها المتداولة في سوق فلسطين للأوراق المالية.

4.2.5 **بالنسبة لهيئة سوق رأس المال الفلسطينية:**

1. تبني هيئة سوق رأس المال الفلسطينية لفكرة تكوين غرفة عمليات مشتركة تشمل في عضويتها ممثلين عن الهيئة وسوق فلسطين للأوراق المالية والشركات المساهمة العامة المدرجة في السوق وشركات الوساطة المالية، بحيث نضمن مشاركة أكبر عدد ممكن من الخبرات والكفاءات، التي تكون قادرة على البحث في سبل تطوير وتفعيل أداء سوق رأس المال الفلسطيني بشقيه الأولي والثانوي، ليؤدي رسالته على أكمل وجه والمتمثلة في توفير فرص التمويل طويل الأجل لمشاريع التنمية الاقتصادية في مناطق السلطة الوطنية الفلسطينية.

2. قيام هيئة سوق رأس المال الفلسطينية بالتعاون مع الجهات الأخرى المكونة لسوق رأس المال الفلسطيني بالبدء في تأسيس معهد تدريبي يناط به مهمة عقد الدورات التدريبية للعاملين في مجال سوق رأس المال، لما لذلك من أثر في تحسين كفاءة العاملين في هذا المجال وإكسابهم خبرات جديدة.

5.2.5 بالنسبة لرجال المال والأعمال:

1. يجب على رجال المال والأعمال وبالذات الفلسطينيين البحث ملياً في فكرة تأسيس شركات استثمار ذات نهاية مفتوحة وذات نهاية مغلقة، يكون نشاطها الأساسي تكوين مجموعة من صناديق الاستثمار المحلية والإقليمية والقارية والعالمية، حيث سيترتب على ذلك تحقيق عوائد مجزية نتيجة التنويع عالي الجودة، بالإضافة إلى جذب الأموال العاطلة عن الاستثمار.

3-5 **الدراسات المستقبلية المقترحة:**

تقترح الدراسة مجموعة من الأبحاث المستقبلية والتي تمس الحاجة لهـا، فحسب مـا ذكرت قرياقص (1999، ص10) أن تطوير جانب العرض أو جانب الطلب فـي البورصـات العاملة في الدول المتقدمة، يترتب عليه حدوث تطور تلقائي في الجانـب الأخـر، لأن طبيعـة الأنشطة الاقتصادية والمالية توفر تلك الميزة. بعكس البورصات العاملة في الدول النامية والتي تتطلب إحداث تطوير في الجانبين: **العرض والطلب**. لذلك يتمنى الباحث أن تكون هذه الدراسـة أول دراسة في حزمة بحثية متكاملة يكون هدفها تطوير وتنشيط سوق فلسطين للأوراق الماليـة في كافة الجوانب التنظيمية والفنية، ولكون الدراسة اقتصرت على أحد جوانب العرض فلـذلك سيتم اقتراح بعض الدراسات المستقبلية في هذا الجانب والمبنية على النتائج التي توصلنا إليهـا وهي كالتالي:

أ. إجراء دراسة تتعلق بتطوير الخطط التمويلية للشركات المساهمة العامة الفلسطينية بالاعتمـاد على منتجات الهندسة المالية.

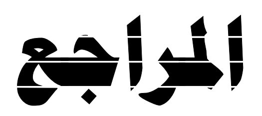
ب. إجراء دراسة تتعلق بتنشيط سوق فلسطين للأوراق المالية في ظـل إدراج الأوراق الماليـة الإسلامية.

ج. إجراء دراسة تتعلق بتنشيط سوق فلسطين للأوراق المالية في ضوء تبني عمليـات وأنظمـة مستحدثة في التعامل.

د. إجراء دراسة تتعلق باستراتيجيات الاستثمار في عقود المشتقات المالية بالتطبيق على الأسـهم العادية المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية.

هـ. إجراء دراسة تتعلق بالأوراق المالية المضمونة بأصول (التوريق) والتي لم يتم تناولهـا فـي الدارسة، للتعرف على دورها في تنشيط سوق فلسطين للأوراق المالية.

و. إجراء دراسة تتعلق بدور صناديق الاستثمار في تنشيط أداء سوق فلسطين للأوراق المالية.



المراجع

المراجع

1-6 المراجع العربية:

1.1.6 الكتب:

1. البنا، محمد (1996)، "**أسواق النقد والمال - الأسس النظرية والعملية**"، ط1، دار زهراء الشرق للنشر والتوزيع، القاهرة.

2. بني هاني، حسين (2002)، "**الأسواق المالية (طبيعتها، تنظيمها، أدواتها المشتقة)**"، ط1، دار الكندي للنشر والتوزيع، عمان.

3. التميمي، أرشيد فؤاد وأسامة عزمي سلام (2004)، "**الاستثمار بالأوراق المالية – تحليل وإدارة**"، ط1، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان.

4. الجمل، جمال جويدان (2002)، " **الأسواق المالية والنقدية**"، ط1، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان.

5. حامد، عمرو (1999)، "**إدارة الأعمال الدولية**"، القاهرة.

6. حبش، محمد محمود (1998)، "**الأسواق المالية العالمية وأدواتها المشتقة – تطبيقات عملية**"، ط1، عمان.

7. حماد، طارق عبد العال (2000)، "**دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية**"، ط1، الدار الجامعية للطبع والنشر والتوزيع، الإسكندرية.

8. الحناوي، محمد صالح وآخرون (2002)، "**تحليل وتقييم الأوراق المالية**"، ط1، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، الإسكندرية.

9. حنفي، عبد الغفار (2002)، "**أساسيات التمويل والإدارة المالية**"، ط1، دار الجامعة الجديدة للنشر، الإسكندرية.

10. حنفي، عبد الغفار (2004)، "**الاستثمار في بورصة الأوراق المالية**"، ط1، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، الإسكندرية.

11. خريوش، حسني علي وآخرون (1998)، "**الأسواق المالية ومفاهيم وتطبيقات**"، ط1، دار زهران للنشر، عمان.

12. الراوي، خالد وهيب (1999)، "**إدارة المخاطر المالية**"، ط1، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان.

13. رزق، عادل محمد (2004)، "**الاستثمارات في البنوك والمؤسسات المالية – من منظور أداري ومحاسبي**"، ط1، دار طيبة للنشر والتوزيع والتجهيزات العلمية، القاهرة.

14. رضوان، سمير عبد الحميد (2005)، "**المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها**"، ط1، دار النشر للجامعات، القاهرة.

15. رمضان، زياد (1998)، "**الإدارة المالية في الشركات المساهمة**"، ط1، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان.

16. رمضان، زياد (2002)، "**مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي**"، ط2، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان.

17. الزبيدي، حمزة محمود (2001)، "**الاستثمار في الأوراق المالية**"، ط1، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان.

18. الزردي، عبد النافع وغازي فرح (2001)، "**الأسواق المالية**"، ط1، دار وائل للطباعة والنشر، عمان.

19. الشحات، نظير رياض محمد (2000)، "**البورصات**"، ط1، المكتبة العصرية، المنصورة.

20. الشمري، ناظم محمد نوري وآخرون (1999)، "**أساسيات الاستثمار العيني والمالي**"، ط1، دار وائل للطباعة والنشر، عمان.

21. صيام، أحمد زكريا (2003)، "**مبادئ الاستثمار**"، ط2، دار المناهج للنشر والتوزيع، عمان.

22. عباس، علي (2002)، "**الإدارة المالية في منظمات الأعمال**"، ط1، دار مكتبة الرائـد العلميـة، عمان.

23. عفانة، عزو (1998)، "**الإحصاء التربوي**"، الجزء الثاني، ط1، غزة.

24. عقل، مفلح محمد (2000)، "**مقدمة في الإدارة المالية والتحليل المالي**"، ط2، دار المستقبل للنشر والتوزيع، عمان.

25. غنيم، حسين عطا (2005)، "**دارسات في التمويل – التحليل المالي ودراسة صافي رأس المال العامل وأساسيات الاستثمار**"، ط1، المكتبة الأكاديمية للنشر، القاهرة.

26. قاسم، منى (2000)، "**صناديق الاستثمار للبنوك والمستثمرين**"، ط1، الدار المصرية اللبنانيـة، القاهرة.

27. قرياقص، رسمية (1999)، "**أسواق المال (أسواق – رأس المال – المؤسسات)**"، الدار الجامعية للطبع والنشر والتوزيع، الإسكندرية.

28. كاكا مولا، هوشيار معروف (2003)، "**الاستثمارات والأسواق المالية**"، ط1، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان.

29. كراجة، عبد الحليم وآخرون (2002)، "**الإدارة والتحليل المالي – أسس، مفاهيم، تطبيقات**"، ط2، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان.

30. مطر، محمد (2004)، "**إدارة الاستثمارات – الإطار النظري والتطبيقات العملية**"، ط3، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان.

31. الناقة، أحمد أبو الفتوح (1995)، "**نظرية النقود والبنوك والأسواق المالية – مدخل حديث للنظرية النقدية والأسواق المالية**"، ط1، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية.

32. النجار، فريد (1999)، "**البورصات والهندسة المالية**"، ط1، مؤسسة شباب الجامعة للنشر والتوزيع، الإسكندرية.

33. النقاش، غازي عبد الرزاق (2001)، "**التمويل الدولي والعمليات المصرفية الدولية**"، ط2، دار وائل للطباعة والنشر، عمان.

34. هندي، منير إبراهيم (1996)، "**الفكر الحديث في مجال الاستثمار**"، الجزء الأول، ط1، منشأة المعارف للنشر والتوزيع، الإسكندرية.

35. هندي، منير إبراهيم (1997)، "**الأوراق المالية وأسواق رأس المال**"، ط1، منشأة المعارف للتوزيع، الإسكندرية.

36. هندي، منير إبراهيم (1999)، "**أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية**"، ط1، منشأة المعارف للنشر والتوزيع، الإسكندرية.

37. هندي، منير إبراهيم (2003-أ)، "**أدوات الاستثمار في أسواق رأس المـال - الأوراق الماليـة وصناديق الاستثمار**"، ط1، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية.

38. هندي، منير إبراهيم (2003-ب)، "**الفكر الحديث في إدارة المخاطر: الهندسة المالية باسـتخدام التوريق والمشتقات** "، الجزء الثاني: المشتقات، ط1، منشأة المعارف للتوزيع، الإسكندرية.

39. هندي، منير إبراهيم (2004)، "**الفكر الحديث في الاستثمار**"، ط2، منـشأة المعـارف للتوزيـع، الإسكندرية.

40. هندي، منير إبراهيم (بدون سنة نشر)، "**الفكر الحديث في إدارة المخاطر: الهندسة المالية باستخدام التوريق والمشتقات**"، الجزء الأول: التوريق، ط1، منشأة المعارف للتوزيع، الإسكندرية.

41. الوزني، خالد واصف وأحمد حسين الرفاعي (2000)، "**مبادئ الاقتصاد الكلـي بـين النظريـة والتطبيق**"، ط3، دار وائل للطباعة والنشر، عمان.

2.1.6 الرسائل الجامعية والأبحاث المحكمة:

1. البرواري، شعبان محمد إسلام (2002)، "**بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي – دراسة تحليلية نقدية**"، أطروحة دكتوارة منشورة، الجامعة الإسلامية، ماليزيا.

2. جبر، هشام (2005)، "**صناديق الاستثمار الإسلامية**"، مؤتمر الاستثمار والتمويل فـي فلـسطين والمنعقد في الفترة ما بين 8-9 مايو 2005 بالجامعة الإسلامية، غزة.

3. حسن، ياسر إسماعيل (1999)، "**تنشيط سوق المال في مصر عن طريق تطوير الأدوات المالية: دراسة تطبيقية**"، أطروحة دكتوراه غير منشورة، جامعة الإسكندرية، الإسكندرية.

4. الخطيب، فوزي ومنذر الشرع (1994)، "**سوق عمـان لـلأوراق الماليـة ومـدى اسـتجابته للمتغيرات الاقتصادية – دراسة قياسية**"، مجلة أبحاث اليرموك "سلسلة العلوم الإنسانية والاجتماعية"، المجلد 10، العدد 3.

5. دوابه، أشرف محمد (2004)، "**صناديق الاستثمار في البنوك الإسلامية بين النظرية والتطبيق**"، رسالة ماجستير منشورة، أكاديمية السادات للعلوم الإدارية، القاهرة.

6. صوفي، عدنان عبد الفتاح وآخرون (1989)، "**إمكانية الاستفادة من التنويع الاسـتثماري فـي سوق الأسهم بالمملكة العربية السعودية**"، مجلة جامعة الملك عبد العزيز. المجلد 2.

7. عبد السلام، آمال أحمد (1997)، "**الإطار القانوني لصناديق الاستثمار**"، مركز صـالح عبـد ا كامل للاقتصاد الإسلامي، جامعة الأزهر بمصر.

8. غرايبه، هشام ورتاب خوري (1994)، "**الأسواق المالية فـي الـدول الناميـة - تطوراتهـا وأهميتها**"، مجلة أبحاث اليرموك "سلسلة العلوم الإنسانية والاجتماعية"، المجلد 10، العدد 3.

9. المزيني، عماد الدين محمد (2002)، "**سوق فلسطين للأوراق المالية واقعها وآفاقهـا**"، رسـالة ماجستير غير منشورة، معهد البحوث والدراسات العربية، القاهرة.

3.1.6 أوراق العمل:

1. زعيتر، فاروق أحمد وخالد حسن الجيعان (2005)، "**سوق فلسطين لـلأوراق الماليـة الواقـع والتطلعات نحو تمويل أفضل**"، مؤتمر الاستثمار والتمويل في فلسطين والمنعقد في الفترة ما بين 8-9 مايو 2005 بالجامعة الإسلامية، غزة.

4.1.6 الكتيبات التعليمية والأنظمة والمقالات:

1. بورصتي القاهرة والإسكندرية (2005-أ)، "**أساسيات الاستثمار في السندات**"، نسخة الكترونيـة، زيارة بتاريخ 2005/5/12، من
http://www.egyptse.com/index_a.asp?CurPage=educational_brochures
2. بورصتي القاهرة والإسكندرية (2005-ب)، "**نبذة عـن سماسـرة الأوراق الماليـة والـشراء الهامشي**"، نسخة الكترونية، زيارة بتاريخ 2005/5/12 من
http://www.egyptse.com/educational_brochures_a.asp
3. بورصتي القاهرة والإسكندرية (2005-ج)، "**شهادات الإيداع**"، نسخة الكترونية، زيـارة بتاريخ 2005/5/2، من
http://www.egyptse.com/index_a.asp?CurPage=educational_brochures
4. بورصتي القاهرة والإسكندرية (2005-د)، "**نبذة عن الأوراق المالية المضمونة بأصـول**"، نسخة الكترونية، زيارة بتاريخ 2005/5/12، من
http://www.egyptse.com/index_a.asp?CurPage=educational_brochures

5. بورصتي القاهرة والإسكندرية (2005-هـ)، "**نبذة عن صناديق الاستثمار**"، نسخة الكترونية، زيارة بتاريخ 2005/5/12 من http://www.egyptse.com/educational_brochures_a.asp

6. جريدة الأيام (2006/7/18)، "**مختصون: جزء من خسائر البورصة جاء تصحيحاً لما سجل من نمو غير حقيقي خلال العام الماضي**"، العدد 3771، رام الله.

7. الجمعية المصرية للأوراق المالية (2005-أ)، "**كيف تختار أدوات الاستثمار**"، نسخة الكترونية، زيارة بتاريخ 2005/10/13 من http://www.ecma.org.eg/Arabic/brochures4

8. الجمعية المصرية للأوراق المالية (2005-ب)، "**مقدمة عن الأسواق المالية في مصر**"، نسخة الكترونية، زيارة بتاريخ 2005/8/25، من http://www.ecma.org.eg/Arabic/brochures4

9. سوق فلسطين للأوراق المالية (2005/5/9-أ)، "**نظام الإدراج**"، نابلس.

10. سوق فلسطين للأوراق المالية (2005/5/9-و)، "**نظام تداول الأوراق المالية**"، نابلس.

11. سوق فلسطين للأوراق المالية (2005/5/9-ي)، "**نظام العضوية**"، نابلس.

12. المجلس التشريعي الفلسطيني (2004/12/1)، "**قانون الأوراق المالية**"، رام الله.

13. محمد، حسام الدين (2004/4/3)، "**تعريف لمصطلحات البورصة**"، مقالة منشورة في موقع إسلام أون لاين، زيارة بتاريخ 2006/11/5 من

http://www.islamonline.net/arabic/economics/2004/03/article09e.shtml

14. المنذري، سليمان (2001/5/9)، "**البورصات العربية – وهن في مرحلة الشباب**"، مقالة منشورة في موقع إسلام أون لاين، زيارة بتاريخ 2006/7/22 من

http://www.islamonline.net/arabic/economics/2001/05/article5.shtml

2-6 المراجع الأجنبية:

6.2.1 Books:

1. Brealey, A. Richard & Myers, C. Stewart (1988), **"Principles Of Corporate Finance"**, Third Edition, McGraw-Hill Publishing Company, New York.

2. Brigham, F. Eugene & Gapenski, C. Louis (1994), **"Financial Management – Theory & Practice"**, Seventh Edition, The Dryden Press, New York.

3. Cox, C. John & Rubinstein, Mark (1985), **"Options Market"**, First Edition, Prentice-Hell, New Jersey.

4. Curran, S. Ward (1988), **"Principles Of Corporate Finance"**, Second Edition, Harcourt Brace Jovanovich Inc, Florida.

5. Fabozzi, J. Frank (1998), **"Investment Management"**, Second Edition, Prentice Hall Upper Saddle River, New Jersey.

6. Gitman, J. Lawrence & Joehnk, D. Michael (1990), **"Fundamentals Of Investing"**, Fourth Edition, Harper & Row Publishers, New York.

7. Hatch, E. James & Robinson, J. Michael (1989), **"Investment Management In Canada"**, Second Edition, Prentice-Hall Canada Inc, Ontario**.**

8. Kolb, W. Rebert & Rodriquez, J. Ricardo (1992), **"Principles Of Finance"**, Second Edition, D.C. Heath And Company, Lexington.

9. Livingston, Miles (1990), **"Money And Capital Markets – Financial Instruments & Their Uses"**, First Edition, Prentice-Hall Inc, New Jersey.

10. Mao, C. James (1976), **"Corporate Financial Decisions"**, Pavan Publishers, New York.

11. Pike, Richard & Neale, Bill (1993), **"Corporate Finance & Investment – Decisions & Strategies"**, First Edition, Hall International, London.

12. Pilbeam, Kaith (1998), **"Finance & Financial Markets"**, First Edition, Macmillan Press LTD, London.

13. Reilly, K. Frank & Brown, C. Keith (2000), **"Investment Analysis & Portfolio Management"**, Sixth Edition, The Dryden Press, Orlando

14. Ross, A. Stephen & Other (1990), **"Corporate Finance"**, Second Edition, Irwin, Boston.

6.2.2 Researches:

1. Abdelrahim, E. Khalil (2000), **"The Amman Stock Market (1992-1998) Analysis Of Concepts, Objectives, Structure, Development, Performance, Constraints & Promotional Measures"**, Jordanian Magazine for Applied Sciences. No4.

2. Aggarwal, Reena (n.d), **"Volatility of International Financial Markets: Regulation and Financial Supervision"** [Electronic Version], Visited On 25/4/2005, From http://www.iif.edu/data/iif/director/Volatility%20of%20IFMReg%20&%20Fin%20Sup.-Chile-Revised.pdf

3. Boehmer, Beatrice & Boehmer, Ekkehart (2002, June), **"Trading your neighbor's ETFs: Competition or fragmentation?"** [Electronic Version], The New York Stock Exchange, Visited On 13/7/2006, From http://www.nyse.com/marketinfo/researchpaper/ResearchPapers.html

4. Gupta, L.C (2002, May), **"Short Selling And Its Regulation In India In International Perspective"** [Electronic Version], National Stock Exchange Of India Limited, Visited On 28/6/2005, From http://www.nseindia.com

5. Pal, Parthapratim (2001, April), **"Stock Market Development and its Impact on the Financing Pattern of the Indian Corporate Sector"** [Electronic Version], National Stock Exchange Of India Limited, Visited On 15/10/2005, From
http://www.nseindia.com/

6. Research Center In Hong Kong Exchanges (2004, July), **"An overview of Exchange-based commodity futures trading"** [Electronic Version], Hong Kong Exchanges & Clearing, Visited On 05/04/2006, From
http://www.hkex.com.hk/research/rpapers/rshpp2004.htm

7. Roll, Richard & Hassan, Yasser (2001), **"The Development of Bond Market In Egypt"** [Electronic Version], Cairo & Alexandria Exchange, Visited On 1/5/2005, From
http://www.egyptse.com/educational_brochures_a.asp

8. Shenbagaraman, Premalata (2003, February), **"Do Futures and Options trading increase stock market volatility?"** [Electronic Version], National Stock Exchange Of India Limited, Visited On 6/10/2005 From
http://www.nseindia.com

9. Srivastava, Sandeep (2003, December), **"Informational Content of Trading Volume And Open Interest – An Empirical Study of Stock Options Market In India"** [Electronic Version], National Stock Exchange Of India Limited, Visited On 6/10/2005 From http://www.nseindia.com/

10. Xiaoqing, Eleanor (2004, October), **"Performance of Securities Investment Funds in China"** [Electronic Version], Seton Hall University, Visited On 26/8/2005, From
http://www.ccfr.org.cn/cicf2005/paper/20050111041704.PDF

11. Xne-jun, Jin & Xiao-lan, Yang (2003, September), **"Empirical Study On Mutual Fund Objective Classification"** [Electronic Version], Journal Of Zhejian University Science, Visited On 26/8/2005, From
http://www.zju.edu.cn/jzus/2004/0405/040505.pdf

6.2.3 **Working Papers:**

1. African Stock Exchanges Association (2005, September), **"Steps to Be Taken to Activate African Government Bond Markets"** [Electronic Version], ASEA Conference – Cairo, Visited On 23/10/2005, From
http://www.asea.wananchi.com/events.html

2. Aggarwal Reena (2001, January), **"Integrating Emerging Market Countries into the Global Financial System: Regulatory Infrastructure Covering Financial Markets"** [Electronic Version], Financial Services: 4th Annual Conference, The Brookings Institution, Visited On 1/5/2005, From
http://www.egyptse.com/educational_brochures_a.asp

3. Aggarwal, Reena (1999, February), **"Stock Market Development: Role of Securities Firms and New Products"** [Electronic Version], Non-Bank Financial Institutions: Development & Regulation, Visited On 1/5/2005, From
http://www.egyptse.com/educational_brochures_a.asp

4. Benhamo, Eric & Serva, Thomas (1999, December), **"On the Competition between ECNs, Stock Markets and Market Makers"** [Electronic Version], Cairo & Alexandria Exchange, Visited On 1/5/2005, From http://www.egyptse.com/educational

5. Christensen, Jakob (2004, March), **"Domestic Debt Markets in Sub-Saharan Africa"** [Electronic Version], International Monetary Fund, Visited On 23/3/2006, From http://www.imf.org/external/pubs/cat/wp1_sp.cfm?s_year=2004&e_year=2004&brtype=default

6. Claessens, Stijn & Other (2003, June), **"Government Bonds in Domestic and Foreign Currency: The Role of Macroeconomic and Institutional Factors"** [Electronic Version], Stanford University, Visited On 23/3/2006, From http://scid.stanford.edu/pdf/credpr169

7. Globerman, Steven (n.d), **"E-Business and Global Sourcing – Inferences from Securities Exchanges"** [Electronic Version], College of Business and Economics, Western Washington University, Visited On 21/3/2006, From www.cbe.wwu.edu/cib/1recentgloberman/global%20sourcing

8. Harrison, Matthew (2000, March), **"Hedge Funds – Their Contribution To Securities Markets"** [Electronic Version], Hon Kong Exchanges & Clearing Limited, Visited On 25/10/2005, From http://www.hkex.com.hk/research/rpapers/rshpp2000.htm

9. Mody Ashoka (2004, September), **"What Is an Emerging Market?"** [Electronic Version],International Monetary Fund, Visited On 23/3/2006, From http://www.imf.org/external/pubs/cat/wp1_sp.cfm?s_year=2004&e_year=2004

10. Nittayagasetwat Aekkachai (1997, November), **"The Structure of the Thai Capital Market"** [Electronic Version], Centre for ASEAN Studies & Centre for International Management and Development Antwerp, Visited On 21/3/2006, From http://143.129.203.3/cas/PDF/CAS13.pdf

11. Ong, L. Li & Amadou, Sy (2004, July), **"The Role of Mature Market Mutual Funds in Emerging Markets: Myth or Mayhem?"** [Electronic Version], Working Paper Introduce To International Monetary Fund, Visited On 23/3/2006, From http://www.imf.org/external/pubs/cat/wp1_sp.cfm?s_year

12. Paul, Azzopardi & Silvio, Camilleri (2003), **"The Relevance Of Short Sales To The Maltese Stock Market"** [Electronic Version], Bank of Valletta Review, No. 28, Autumn 2003, Visited On 26/2/2006, From http://www.bov.com/pdf/bov_review28-1.pdf

13. Raju, M.T & Others (2004, July), **"Corporate Debt Market in India: Key Issues and Some Policy Recommendations"** [Electronic Version], Securities & Exchange Board Of India, Visited On 7/7/2005, From http://www.sebi.gov.in/Index.jsp?contentDisp

14. Rhee, S & Luke, K (2003, October), **"Short-Sale Constraints: Good or Bad News for the Stock Market?"** [Electronic Version], OECD Fifth Conference Around Table on Capital Market Reform in Asia to be held in Tokyo, Visited On 26/2/2006, From http://www.oecd.org/dataoecd/4/63/18454115.pdf

15. Schneeweis, Thomas & Georgiev Georgi (2002, June), **"The Benefits of Hedge Funds"** [Electronic Version], New York Mercantile ,Visited On 13/7/2006, From http://www.nymex.com/error500.htm?aspxerrorpath=/dynamicl

6.2.4 Educational Brochures & Reports:

1. International Organization of Securities Commissions (2003, June), **"Report On Transparency Of Short Selling"** [Electronic Version], the Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions, Visited On 7/7/2006, From http://www.iosco.org/library/index.cfm?CurrentPage=2&section=pubdocs&year=2003&rows=10

2. Philadelphia Stock Exchange (2003, April), **"The Equity Options Strategy Guide"** [Electronic Version], Visited On 10/10/2005, From http://www. PHLX_COM MORE EDUCATIONAL MATERIALS.htm



3-6 المواقع الالكترونية:

1. ويكيبيديا الموسوعة الحرة (2006)، "**السلطة الوطنية الفلسطينية**"، زيارة بتاريخ 2006/11/15 من http://ar.wikipedia.org/wiki/%D8%BA%D8%B2%D8%A9

2. سوق فلسطين للأوراق المالية (2005-ب)، "**لمحة تاريخية**"، زيارة بتاريخ 2005/11/7 من www.p-s-e.com

3. سوق فلسطين للأوراق المالية (2005-ج)، "**الغاية من النشأة**"، زيارة بتاريخ 2005/11/7 من www.p-s-e.com

4. سوق فلسطين للأوراق المالية (2005-د)، "**أهداف سوق فلسطين للأوراق المالية**"، زيارة بتاريخ 2005/11/7 من www.p-s-e.com

5. سوق فلسطين للأوراق المالية (2005-هـ)، "**إحصائيات التداول للفترة من 2005/01/02 إلى 2005/12/28**"، زيارة بتاريخ 2006/5/15 من www.p-s-e.com

6. سوق فلسطين للأوراق المالية (2006-أ)، "**شركات الوساطة**"، زيارة بتاريخ 2006/11/15 من http://www.p-s-e.com/PSEWEB/Forms/ar/jopfico.aspx

7. سوق فلسطين للأوراق المالية (2006-ب)، "**الشركات المدرجة – المساهمين في 2006/7/31**"، زيارة بتاريخ 2005/9/28 من http://www.p-s-e.com/PSEWEB/Forms/ar/CompaniesInfo.aspx?sym=AIG

8. American Funds (2005), **"Financial Planning – Mutual Funds"**, Visited On 21/5/2005, From http://www.americanfunds.com

9. Investor Guide (2005), **"Introduction To Bonds"**, Visited On 9/7/2005, From http://www.investorguide.com/igubondintro.ht

10. The International Association Of Financial Engineers (2006), **"About IAFE: Introduction",** Visited On 8/8/2006, From
http://www.iafe.org/about_introduction.html

11. World Federation Exchanges (2006), **"Statistics – Annual"**, Visited On 1/6/2006, From
http://www.worldexchanges.org/WFE/home.asp?action=document&menu


الملاحق

الملحق الأول

الاستبانة

استبانة

حضرة الأخ/ المستثمر

تحية واحتراما ،،،،

نتوجه إليك بجزيل الشكر والامتنان لإنجاح هذه الاستبانة والتي تهدف إلى تنشيط سوق فلسطين للأوراق المالية في ضوء منتجات الهندسة المالية وتوجهات المستثمرين المستقبلية. لذا نرجو منك التفضل بتعبئة الاستبانة التي تتكون من مجموعة من الفقرات التي تستقصي أراء المستثمرين حول الآثار المترتبة على اقتصار التعامل في سوق فلسطين للأوراق المالية على الأسهم العادية فقط وغياب منتجات الهندسة المالية. مع العلم بأن المعلومات التي سنحصل عليها هي لأغراض البحث العلمي وسوف تعامل بسرية تامة، وسيتم موافاتك بنتائج الدراسة بعد الانتهاء من تحليل الاستبانة وإعداد الدراسة النهائية، إن شاء ا .

ولك جزيل الشكر والتقدير ،،،

الباحث

خالد محمد نصار

فقرات الاستبانة

الفقرة الأولى) البيانات العامة:

أرجو من المستجيب أن يشير بعبارة صح أمام الاختيار الذي يراه مناسباً بكل دقة وموضوعية:

1. الشكل القانوني للمستثمر:			
	فردي		مؤسساتي

2. الغرض من التعامل: (اختياري)			
	الاستثمار		المضاربة

3. المؤهل العلمي للمستثمر:							
	ثانوية عامة ومادون		دبلوم متوسط		بكالوريوس		دراسات عليا

4. مجال نشاط المستثمر:									
	الصناعة		الخدمات		البنوك والتأمين		الحكومة		أخر حدد

5. متوسط الدخل الشهري: (للأفراد)							
	($1,000 فأقل)		($2,000-$1,001)		($3,000-$2,001)		($3,001 فأكثر)

6. متوسط الادخار الشهري (المتبقي من الدخل بعد الإنفاق): (للأفراد)							
	($500 فأقل)		($1,000-$501)		($1,500-$1,001)		($1,501 فأكثر)

7. متوسط الاستثمار الشهري: (للأفراد)							
	($500 فأقل)		($1,000-$501)		($1,500-$1,001)		($1,501 فأكثر)

8. المدة الزمنية للتعامل في سوق فلسطين للأوراق المالية بالسنوات:							
	أقل من سنتين		(3-5)		(6-8)		9 سنوات فأكثر

9. أوظف أموالي في أدوات الاستثمار العينية والمالية التالية:	(1-25%)	(26%-50%)	(51%-75%)	(76%-100%)
الأسهم العادية				
الأسهم الممتازة				
السندات				
الودائع البنكية				
العقارات				
المعادن النفيسة				
أدوات استثمار عينية أخرى حددها				

الفقرة الثانية) محاور الاستبيان:

أرجو من المستجيب أن يشير بعبارة صح أمام الاختيار الذي يراه مناسباً بكل دقة وموضوعية:

المحور الأول: واقع التعامل في الأوراق المالية المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية:

يهدف هذا المحور إلى قياس واقع التعامل في الأوراق المالية المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية، من وجهة نظر المستثمر.

م	الفقرة	موافق بشدة	موافق	محايد	غير موافق	غير موافق بشدة
.10	قلة عدد أوامر البيع والشراء في سوق فلسطين للأوراق المالية، أدى إلى انخفاض حجم تعاملاتي في السوق.					
.11	عدم تدفق أوامر البيع والشراء بصفة متكررة في سوق فلسطين للأوراق المالية، أدى إلى انخفاض حجم تعاملاتي في السوق.					
.12	ارتفاع درجة تركز التداول على أسهم بعض الشركات في سوق فلسطين للأوراق المالية، أدى إلى انخفاض حجم تعاملاتي في السوق.					
.13	غياب التنويع في الأدوات الاستثمارية المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية، أدى إلى انخفاض حجم تعاملاتي في السوق.					
.14	التقلبات الحادة في أسعار الأوراق المالية المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية، أدى إلى انخفاض حجم تعاملاتي في السوق.					

المحور الثاني: أسلوب التمويل بالهامش:

يهدف هذا المحور إلى قياس مدى تقبل المستثمر لسماح سوق فلسطين للأوراق المالية باتباع أسلوب التمويل بالهامش مستقبلاً، والذي يعني سداد (50%) من قيمة الصفقة نقداً، والباقي من خلال قرض يتم الحصول عليه بضمان الأوراق المالية محل الصفقة وبواسطة شركة الوساطة المالية، ويكون القرض قابل للاستدعاء من قبل البنك في أي وقت.

م	الفقرة	موافق بشدة	موافق	محايد	غير موافق	غير موافق بشدة
.15	ستزيد استثماراتي في سوق فلسطين للأوراق المالية، إذا ما منحت فرصة التعامل بأسلوب التمويل بالهامش.					
.16	أرغب في إتباع أسلوب التمويل بالهامش، للاستفادة من فرص زيادة نسبة الربحية، في حالة ارتفاع سعر السهم العادي.					
.17	يوجد قيود صارمة من قبل البنوك التجارية على القروض المقدمة بضمان الأسهم العادية المشتراه، مما يحد من حجم استثماراتي في سوق فلسطين للأوراق المالية.					
.18	قيام سوق فلسطين للأوراق المالية، بتنظيم دورات تدريبية حول استراتيجيات التمويل بالهامش، سيجعلني أقدم على إبرام صفقات بإتباع هذا الأسلوب.					

غير موافق بشدة	غير موافق	محايد	موافق	موافق بشدة	الفقرة	م
					إتباعي لأسلوب التمويل بالهامش، مرتبط بإصدار مجموعة من التنظيمات واللوائح المرنة التي تضبط هذا التعامل في مختلف الظروف الاقتصادية.	.19

المحور الثالث: أسلوب البيع على المكشوف:

يهدف هذا المحور إلى قياس مدى تقبل المستثمر لسماح سوق فلسطين للأوراق المالية باتباع أسلوب البيع على المكشوف مستقبلاً، والذي يعني بيع الورقة المالية أولاً ثم شرائها فيما بعد عندما تنخفض قيمتها السوقية عن القيمة التي سبق أن بيعت بها، حيث يتم اقتراض الورقة المالية من شركة الوساطة المالية أو من طرف ثالث، ويكون القرض قابل للاستدعاء.

غير موافق بشدة	غير موافق	محايد	موافق	موافق بشدة	الفقرة	م
					ستزيد استثماراتي في سوق فلسطين للأوراق المالية، إذا ما منحت فرصة التعامل بأسلوب البيع على المكشوف.	.20
					أرغب في إتباع أسلوب البيع على المكشوف، للاستفادة من فرص زيادة نسبة الربحية، في حالة انخفاض سعر السهم العادي.	.21
					أرغب في إتباع أسلوب البيع على المكشوف لكونه يمنحني فرصة تأجيل دفع الضريبة على الأرباح.	.22
					أرغب بإقراض أوراق مالية أملكها لأحد البائعين على المكشوف، لكون الأموال محل الصفقة ستكون مرهونة لي فأستثمرها مقابل الحصول على العائد.	.23
					أرغب بإقراض أوراق مالية أملكها لأحد البائعين على المكشوف، لكون التوزيعات النقدية للأسهم محل الصفقة سيدفعها لي البائع على المكشوف.	.24
					قيام سوق فلسطين للأوراق المالية، بتنظيم دورات تدريبية حول استراتيجيات البيع على المكشوف، سيجعلني أقدم على إبرام صفقات بإتباع هذا الأسلوب.	.25
					إتباعي لأسلوب البيع على المكشوف، مرتبط بإصدار مجموعة من التنظيمات واللوائح المرنة التي تضبط هذا التعامل في مختلف الظروف الاقتصادية.	.26

***المحور الرابع**: **إدراج الأوراق المالية المستحدثة**:*

يهدف هذا المحور إلى قياس مدى تقبل المستثمر لقيام سوق فلسطين للأوراق المالية بإدراج الأوراق المالية المستحدثة مستقبلاً، لغرض تحقيق التنويع في المنتجات المالية:

م	الفقرة	موافق بشدة	موافق	محايد	غير موافق	غير موافق بشدة
.27	أرغب بالاستثمار في الأسهم الممتازة التي تمنحني الحق في الحصول على نسبة أرباح سنوية ثابتة.					
.28	أرغب بالاستثمار في الأسهم الممتازة القابلة للتحويل للأسهم العادية، للاستفادة من فرص نمو الشركة مستقبلاً بممارسة حق التحويل.					
.29	أرغب بالاستثمار في الأسهم الممتازة التي تمنحني الحق في شراء عدد ثابت من الأسهم العادية مستقبلاً وبسعر محدد (Warrants).					
.30	أرغب بالاستثمار في أسهم الشركات الأجنبية في حال إدراجها في سوق فلسطين للأوراق المالية.					
.31	أرغب بالاستثمار في شهادات الإيداع الصادرة عن البنوك الدولية مقابل الاحتفاظ بغطاء يقابلها من الأسهم المحلية، لكونها تمكني من بناء محفظة استثمارية دولية منخفضة المخاطر.					
.32	ارغب بالاستثمار في أسهم المؤشرات التي تعطي حاملها حق شائع على محفظة مماثلة لمكونات مؤشر القدس.					
.33	أرغب بالاستثمار في سندات الخزينة الحكومية طويلة الأجل ذات المخاطر المنخفضة.					
.34	تزيد ثقتي في سندات الخزينة الحكومية طويلة الأجل إذا ما كانت مضمونة.					
.35	أرغب بالاستثمار في السندات طويلة الأجل المضمونة الصادرة عن الشركات، ذات المخاطرة المنخفضة بالمقارنة بالأسهم العادية.					
.36	أرغب بالاستثمار في السندات القابلة للتحويل للأسهم العادية، للاستفادة من فرص نمو الشركة مستقبلاً بممارسة حق التحويل.					
.37	أرغب بالاستثمار في السندات التي تمنحني الحق في شراء عدد ثابت من الأسهم العادية مستقبلاً وبسعر محدد (Warrants).					
.38	أرغب بالاستثمار في السندات التي تصدر عن المؤسسات المالية والمضمونة بقروض الرهن العقاري ذات المخاطر المنخفضة.					
.39	أرغب بالاستثمار في السندات الأجنبية في حال إدراجها في سوق فلسطين للأوراق المالية.					
.40	أفضل ربط استثماري في السندات بوجود مؤسسة مالية تتولى مهمة تصنيف قوة الشركات الائتمانية.					
.41	استثمر في السندات في ظل وجود قوانين حكومية تنظم إصدار الشركات للسندات.					
.42	قيام سوق فلسطين للأوراق المالية، بتنظيم دورات تدريبية حول استراتيجيات الاستثمار في الأسهم الممتازة والسندات، سيجعلني أقدم على التعامل فيها.					

المحور الخامس: عقود المشتقات المالية:

يهدف هذا المحور إلى قياس مدى تقبل المستثمر لسماح سوق فلسطين للأوراق المالية بإبرام عقود المشتقات المالية مستقبلاً، وهذه العقود تشتق قيمتها السوقية من قيمة الأسهم العادية المتداولة في البورصة، والهدف منها تحقيق الأرباح والتغطية ضد المخاطر:

م	الفقرة	موافق بشدة	موافق	محايد	غير موافق	غير موافق بشدة
43.	أرغب بإبرام عقد مستقبلي، والذي يعني قيامي بالاتفاق مع أحد المستثمرين على شراء أو بيع سهم عادي في تاريخ لاحق وبسعر تنفيذ معين على أن يكون العقد ملزماً للطرفين، مقابل قيام مشترى وبائع العقد بدفع نسبة ضئيلة من قيمة الصفقة تتراوح ما بين (10%-15%).					
44.	أرغب بإبرام عقد خيار والذي يعني قيامي بالاتفاق مع أحد المستثمرين على شراء أو بيع سهم عادي في تاريخ لاحق وبسعر تنفيذ معين، مقابل قيامي بدفع مبلغ ضئيل لبائع الخيار نظير الحصول على حق عدم الالتزام بالتنفيذ.					
45.	قيام سوق فلسطين للأوراق المالية، بتنظيم دورات تدريبية حول استراتيجيات الاستثمار في عقود المشتقات المالية، سيجعلني أقدم على التعامل فيها.					

المحور السادس: صناديق الاستثمار:

يهدف هذا المحور إلى قياس مدى تقبل المستثمر لتوظيف أمواله في صناديق الاستثمار مستقبلاً، وهي صناديق تتلقى الأموال من المستثمرين. لتقوم باستثمارها في تشكيلات من الأوراق المالية (وثائق استثمار) تعود ملكيتها لعدة شركات وتناسب كل فئة:

م	الفقرة	موافق بشدة	موافق	محايد	غير موافق	غير موافق بشدة
46.	أرغب بالاستثمار في وثائق الاستثمار المغلقة نظرا لكونها قابلة للتداول في البورصة.					
47.	أرغب بالاستثمار في وثائق الاستثمار المفتوحة، لكون مجلس إدارة الصندوق على استعداد تام لشراء الوثائق حسب قيمة الأصل الصافية للسهم.					
48.	قيام سوق فلسطين للأوراق المالية، بتنظيم دورات تدريبية حول استراتيجيات الاستثمار في صناديق الاستثمار، سيجعلني أقدم على التعامل فيها.					
49.	توظيف أموالي في وثائق الاستثمار، مرتبط بإصدار مجموعة من القوانين والتشريعات التي تحكم إدارة صناديق الاستثمار.					

الملحق الثاني

أسماء السادة المحكمين

أسماء السادة المحكمين

م	اسم المحكم	الوظيفة
.1	أ.د طارق الحاج	أستاذ العلوم المالية والمصرفية وعميد كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية - جامعة النجاح الوطنية.
.2	أ.د محمود الجعفري	أستاذ الاقتصاد الدولي وعميد معهد إدارة الأعمال والاقتصاد - جامعة القدس.
.3	أ.د عاطف علاونة	المدير العام لهيئة سوق رأس المال الفلسطينية، وأستاذ المالية العامة - جامعة النجاح الوطنية سابقاً.
.4	د. سليمان عبادي	أستاذ الاقتصاد المشارك ورئيس قسم الإدارة والتسويق – كلية العلوم الإدارية والمالية - الجامعة العربية الأمريكية بجنين.
.5	د. نور الدين أبو الرب	أستاذ التمويل الدولي المشارك ورئيس قسم التمويل – كلية العلوم الإدارية والمالية - الجامعة العربية الأمريكية بجنين.
.6	د. هشام جبر	أستاذ البنوك والإدارة المالية المشارك ورئيس قسم العلوم المالية والمصرفية – كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية - جامعة النجاح الوطنية.
.7	د. شريف أبو كرش	أستاذ التمويل المشارك – قسم المحاسبة والعلوم المالية – كلية التمويل والإدارة - جامعة الخليل.
.8	د. عفيف حمد	أستاذ المالية العامة المساعد – معهد إدارة الأعمال والاقتصاد - جامعة القدس.
.9	د. منذر نجم	أستاذ المحاسبة والتمويل المساعد – قسم التمويل – كلية إدارة الأعمال - جامعة بيرزيت.
.10	د. علي عبد ا شاهين	أستاذ المحاسبة المساعد – قسم المحاسبة – كلية التجارة - الجامعة الإسلامية.

.11	نائل موسى	محاضر - قسم الاقتصاد - جامعة النجاح، ورئيس قسم البحث والتطـوير في سوق فلسطين للأوراق المالية سابقاً.
.12	أحمد العصا	مدير عام الشركة الوطنية للأوراق المالية.